

# CONTRIBUTION A L'HISTOIRE DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN FRANCE DEPUIS LA FIN DU XIX<sup>e</sup> SIÈCLE

---

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

*présentée et soutenue le 16 décembre 1958*

PAR

GEORGES-FRANÇOIS TENEUL

---

MEMBRES DU JURY :

*Président : M. JEANNENEY, Professeur.*

*Suffragants* { *M. GOETZ, Professeur.*  
*M. LASSEGUE, Professeur.*

---

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS

20, Rue Soufflot (V<sup>e</sup>)

PARIS

1960

1958







CONTRIBUTION  
A L'HISTOIRE DU FINANCEMENT  
DES ENTREPRISES EN FRANCE  
DEPUIS LA FIN DU XIX<sup>e</sup> SIÈCLE

*La Faculté n'entend donner aucune approbation  
ni improbation aux opinions émises dans les  
thèses; ces opinions doivent être considérées  
comme propres à leurs auteurs.*

UNIVERSITÉ DE PARIS  
FACULTÉ DE DROIT ET DES SCIENCES ÉCONOMIQUES

---

# CONTRIBUTION A L'HISTOIRE DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES EN FRANCE DEPUIS LA FIN DU XIX<sup>e</sup> SIÈCLE

---

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

*présentée et soutenue le 16 décembre 1958*

PAR

GEORGES-FRANÇOIS TENEUL

---

MEMBRES DU JURY :

*Président : M. JEANNENEY, Professeur.*

*Suffragants* { *M. GOETZ, Professeur.*  
*M. LASSEGUE, Professeur.*

---

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS

20, Rue Soufflot (V<sup>e</sup>)

PARIS

—  
1960



**A MES PARENTS.**



« Il n'est de science plus avide de faits que  
« l'économie politique. L'art de les recueillir, de  
« les ordonner, de les juger, la constitue presque  
« toute entière et, sous ce point de vue, elle a  
« peut-être plus à attendre de l'observation que du  
« génie ; car, arrive le moment où il faut tout  
« éprouver, sous peine de ne rien savoir ; et c'est  
« alors que les faits deviennent les vérificateurs  
« de la science, après en avoir été les matériaux. »

« Toutefois il faut se garder de cette manie qui  
« voudrait toujours recommencer les expériences,  
« et ne jamais rien croire, pour avoir le droit de  
« tout ignorer ; mais on ne doit pas moins repous-  
« ser cette témérité qui, dédaignant tout ce qui  
« est positif, trouve plus commode de deviner que  
« de voir... »

*Mémoire sur les relations commerciales  
des Etats-Unis avec l'Angleterre, lu en  
l'Académie des Sciences morales et poli-  
tiques, le 15 germinal an V.*

Par le citoyen TALLEYRAND.



*Nous tenons à remercier M. E. Escarra, Président honoraire du Crédit Lyonnais et Directeur d'études à l'Ecole pratique des Hautes Etudes, de la bienveillance et de la confiance qu'il nous a témoignées, de l'appui matériel qu'il nous a donné en mettant à notre disposition les archives du Crédit Lyonnais. Nous croyons, toutefois utile de préciser que les opinions émises n'engagent que leur auteur.*



## AVANT-PROPOS

---

*Depuis la soutenance de notre thèse, en décembre 1958, nous avons apporté diverses corrections au texte. Les unes tiennent compte des remarques formulées par les membres du jury ; les autres s'appuient sur les documents parus en 1959. Toutefois, nous regrettons de ne pas avoir pu effectuer toutes les recherches complémentaires suggérées par nos examinateurs. En raison de nos obligations militaires, les documents, les loisirs nous faisaient trop souvent défaut pour entreprendre ces investigations, et de multiples raisons s'opposaient à ce que nous retardions davantage la publication de cet ouvrage.*

*El Hallia, février 1960.*



## INTRODUCTION

---

La révision des conceptions classiques, à l'époque contemporaine, a sensiblement élargi l'objet des sciences économiques. Tant que le système capitaliste parut promis à une destinée éternelle, les auteurs ont rarement entrevu l'intérêt, et plus encore, la possibilité de rechercher si les principales manifestations de la vie économique avaient tendance, en longue période, à se perpétuer ou à se modifier sous l'influence de facteurs naturels ou d'origine humaine. L'usage est, aujourd'hui, de parler à tout propos de l'évolution continue, irréversible, des institutions et des mécanismes économiques et, il y a même quelque risque de passer pour rétrograde lorsqu'on ne tient pas pour évident que ces institutions, ces mécanismes se transforment sans cesse, s'écartent toujours davantage de leur état premier, sans jamais tendre à le retrouver. L'évolution séculaire des structures économiques — des relations et des proportions caractéristiques des différentes économies — est devenue le dogme majeur, sinon unique, de la pensée économique dominante. Mais, on peut regretter, du moins en ce qui concerne notre pays, qu'elle ait pendant longtemps accordé plus d'importance aux aspects théoriques qu'aux vérifications statistiques. Certes, les obstacles ne manquent pas pour mener un tel travail. Le passé ne nous a laissé que de maigres sources de documentation, si vagues et si incomplètes, pour ne pas dire contradictoires, que les tenants des thèses les plus divergentes parviennent, assez facilement, à en extraire les éléments nécessaires à leur démonstration. Il ne semble pas, cependant, que les insuffisances de la théorie des structures, encore en pleine gestation, que les faiblesses des statistiques anciennes rendent impossible l'étude de l'une ou l'autre des structures de l'économie française. Celle que

nous avons entreprise, dans un domaine méconnu jusqu'à ces dernières années, n'échappe pas à ces difficultés. Notre travail ne peut donc constituer qu'une étape, parmi celles qui permettront de mieux connaître notre sujet. Conscient du caractère relatif de nos résultats, nous avons tenu à exposer avec le plus grand soin nos concepts, nos méthodes de travail, nos justifications, afin de faciliter la tâche de ceux qui éprouveraient éventuellement le besoin de s'y reporter.

L'étude historique du financement des entreprises peut être menée suivant plusieurs conceptions. La première porte sur le financement des entreprises pourvues d'un statut déterminé : celui des sociétés de capitaux privés (sociétés anonymes, sociétés en commandite par actions, sociétés à responsabilité limitée), celui des entreprises publiques (1) au sens large, enfin celui des entreprises individuelles. L'ouvrage de M. Malissen (2) se rattache à cette première optique. La seconde retient, comme critère, l'activité principale de ces agents économiques ; il s'agit alors du financement des exploitations agricoles, des entreprises industrielles et commerciales des institutions financières ou des sociétés immobilières. Les travaux sont, en ce domaine, sinon inexistant, du moins très limités. Le livre de M. Fohlen (3) en est un des rares exemples ; il concerne le secteur textile. Enfin, la troisième conception fait abstraction du statut juridique, de l'activité exercée et prend en considération toutes les entreprises exploitées dans une collectivité territoriale déterminée : régionale, nationale ou même internationale. C'est cette dernière optique que nous avons choisie, en la restreignant au cadre national. L'étendue de notre sujet ne trouve point son fondement dans une confiance excessive en nos forces, mais résulte, au contraire, du désir de limiter notre tâche et de ne pas multiplier à l'infini les sources d'erreurs. Il n'est encore procédé, de nos jours, et avec succès, à la ventilation des divers moyens de financement des entreprises, en fonction de leur statut ou de leur activité principale, que pour certaines d'entre elles appartenant aux principaux secteurs de l'économie. Nous devons choisir une conception très large. En effet, nos évaluations globales sont déjà sujettes à caution ; toute ventilation supplémentaire aurait augmenté leur degré d'inexactitude et exigé de longues recherches, peu à la portée d'un travail

(1) S'il est prématuré de parler d'un statut d'ensemble des entreprises publiques, il est cependant possible de les regrouper pour une étude économique.

(2) M. MALISSEN, *L'autofinancement des sociétés en France et aux Etats-Unis*, Dalloz, Paris, 1953.

(3) M. G. FOHLEN, *Une affaire de famille au XIX<sup>e</sup> siècle*, Méquillet-Noblot et Cie, Paris, 1955.

individuel. Peut-être y a-t-il lieu de regretter que les candidats au titre de docteur en droit ne puissent, en certaines hypothèses, se livrer à un travail collectif.

Le progrès des Sciences économiques s'est traduit par un perfectionnement constant des concepts d'analyse et des méthodes statistiques. Cette évolution explique, pour partie, les contradictions qui opposent les auteurs qui se sont penchés sur notre sujet. Trop souvent le rapprochement des études anciennes et des écrits récents n'a pas été précédé d'un approfondissement suffisant — et c'est peut-être aussi notre cas — de la signification précise des documents utilisés. C'est pourquoi nous avons attribué une grande importance à ce problème, capital dans les études économiques de longue période. Comme nous devons aussi choisir nos concepts, nos méthodes, et que nous estimions préférable de ne pas obscurcir la question en introduisant de nouvelles notions, nous nous sommes référé, en principe, à des définitions et à des procédés éprouvés, à ceux employés par les auteurs de la Comptabilité nationale française. S'il nous est advenu de suivre une autre solution, nous en avons exposé les raisons. Notre thèse aurait été plus satisfaisante, et notre mérite moindre, si nous avions recouru davantage à cette source. Mais les Comptes de la Nation ne sont établis, avec un degré de précision acceptable, que depuis l'année 1949. Le Tableau des relations financières est même postérieur de deux ans. D'autre part, une grave lacune dans la publication de ce document ne nous a pas permis un examen aussi précis que nous l'eussions désiré de la situation particulière des sociétés privées et des entreprises publiques. La fusion, en un compte unique, de leurs opérations respectives est cependant en contradiction avec les motifs invoqués, par notre pays, pour écarter certaines règles du « Système normalisé de comptabilité nationale », préconisé par l'O.E.C.E. Le désir très justifié des économistes français d'élaborer autant de comptes qu'il y a d'agents, ayant un comportement propre, militait incontestablement en faveur de la diffusion d'un compte d'Affectation et d'un compte de Capital pour chaque catégorie d'entreprises. Notre propos n'a, en aucune manière, l'intention de minimiser la qualité du travail du Service des Etudes économiques et financières. Cet organisme s'efforce au contraire de faire preuve du maximum d'objectivité. Au reste, la complexité des Comptes de la Nation, comme celle des Finances publiques, permet de mentionner beaucoup de choses, tout en ne laissant clairement apparaître que ce que l'on veut.

En raison du caractère récent des Comptes économiques, nous

avons dû nous reporter aux ouvrages spécialisés du début du **xx<sup>e</sup>** siècle. S'ils n'ont pu bénéficier des connaissances théoriques modernes, d'un appareil statistique solide, leurs auteurs n'en méritent pas moins beaucoup de considération. Le dépouillement des rapports d'un grand nombre d'institutions financières a complété la précédente source d'information. Depuis leur origine, leur rédaction a fait l'objet de modifications heureuses. Leur utilisation reste, cependant, délicate. Cela tient d'abord à ce que le contenu de chaque concept — rarement précisé — diffère suivant les rapports consultés, et même à l'intérieur de chaque publication, apparemment sans motif valable. Ensuite, et nous aurons l'occasion de le prouver, la nature juridique ou administrative des rubriques statistiques est peu adaptée à la description des phénomènes économiques. On doit enfin déplorer que l'objet des rapports n'ait point toujours été nettement déterminé. Ou, il s'agit d'informer l'opinion publique, et il importe alors d'être clair et bref, ou l'on veut fournir les données de base nécessaires aux études scientifiques, d'origine publique ou privée, et il est alors indispensable de divulguer tous les éléments disponibles. La solution intermédiaire laisse souvent à désirer. Or, il n'est pas rare, qu'après avoir collecté certaines séries statistiques relatives à l'activité d'une agence économique, il faille ensuite se reporter à d'autres sources que le rapport annuel, pour retrouver les séries intermédiaires. Ces dernières risquent alors d'être présentées sous des concepts qui ne permettent pas un rapprochement satisfaisant avec les précédentes ; leur contenu matériel diffère ; leur champ d'application territorial est plus large ou plus étroit. Dans ces conditions, tout travail précis, accompagné des justifications que le lecteur est en droit d'exiger, se trouve paralysé ou suppose inutilement de longues recherches.

Une étude théorique aurait pu préparer, compléter notre travail statistique. En raison de l'impossibilité d'établir des liaisons sérieuses entre nos évaluations et la théorie du financement des entreprises, nous avons jugé préférable de réserver la publication des notes que nous avons réunies sur ce sujet, pour une thèse de doctorat ès Sciences économiques. L'exposé loyal de nos difficultés, mal résolues, ne doit pas rendre le lecteur trop sceptique. L'importance de certains écarts entre la valeur des flux, recensés ou évalués, pour diverses époques caractéristiques, nous autorise à dégager des conclusions nuancées. Il n'en demeure pas moins que l'interprétation de nos statistiques, souvent délicate, exige une grande honnêteté intellectuelle, une critique sévère de leur caractère représentatif. Faite par l'auteur, elle peut être fructueuse. Elle est de plus indispensable, lorsque les jugements

exprimés ne correspondent point aux idées dominantes. Et le titre de notre thèse se trouve alors que trop justifié : « Contribution à l'histoire du financement des entreprises, en France, depuis la fin du XIX<sup>e</sup> siècle », contribution d'autant plus limitée que les recherches ne remontent pas à une période antérieure à 1890.



# SOMMAIRE DU PLAN

---

## PREMIERE PARTIE

### ESSAI STATISTIQUE SUR L'EVOLUTION DU FINANCEMENT EXTERNE DES ENTREPRISES, EN FRANCE, DE 1890 A 1958

#### TITRE PREMIER :

##### *L'évolution de la contribution des intermédiaires financiers.*

#### SOUS-TITRE PREMIER :

##### *L'évolution du financement à moyen et long terme des entreprises.*

*Chapitre premier.* — La délimitation d'un flux représentatif du financement à court terme des entreprises.

Section I : Le premier pôle : les entreprises métropolitaines.

Section II : Le deuxième pôle : les intermédiaires financiers.

*Chapitre II.* — L'évolution du financement à court terme des entreprises.

Section I : La période 1890-1938.

Section II : La période 1945-1958.

*Chapitre III.* — L'évolution du financement à court terme des entreprises.

Section I : La présentation de la série statistique finale.

Section II : Appréciation et discussion.

#### SOUS-TITRE II :

##### *L'évolution du financement à moyen et long terme des entreprises.*

*Chapitre premier.* — L'évolution du financement à moyen et long terme sur ressources d'épargne.

Section I : Les institutions financières.

Section II : Les banques privées spécialisées.

*Chapitre II.* — L'évolution du financement moyen à terme sur ressources monétaires.

Section I : Les sources statistiques.

Section II : Appréciation.

#### TITRE II :

##### *L'évolution de la contribution des agents économiques : le marché financier.*

*Chapitre premier.* — La délimitation du financement des entreprises sur ressources du marché financier.

Section I : L'imprécision des statistiques du marché financier.

Section II : L'inadaptation des statistiques du marché financier.

**Chapitre II.** — Les méthodes d'élaboration des statistiques.

Section I : Les souscriptions nettes globales de valeurs mobilières.

Section II : Les souscriptions nettes de valeurs mobilières des sociétés métropolitaines.

**Chapitre III.** — L'évolution du financement des entreprises sur ressources du marché financier.

Section I : La présentation de la série statistique finale.

Section II : Appréciation et discussion.

## DEUXIEME PARTIE

### ESSAI STATISTIQUE SUR L'EVOLUTION DU FINANCEMENT INTERNE DES ENTREPRISES, EN FRANCE, DE 1890 à 1958

**Chapitre premier.** — La délimitation du financement interne des entreprises.

Section I : Le Rapport de la Commission des investissements.

Section II : Le Rapport du Commissariat général du Plan.

Section III : Le Rapport des Comptes de la Nation.

Section IV : L'annuaire de l'I.N.S.E.E.

**Chapitre II.** — Les méthodes d'élaboration des statistiques.

Section I : La période 1890-1913.

Section II : La période de l'entre-deux-guerres.

Section III : La période 1949-1958.

**Chapitre III.** — L'évolution du financement interne des entreprises.

Section I : La présentation de la série statistique finale.

Section II : Appréciation et discussion.

## TROISIEME PARTIE

### ESSAI STATISTIQUE SUR L'EVOLUTION DU FINANCEMENT GLOBAL DES ENTREPRISES, EN FRANCE, DE 1890 A 1958

**Chapitre premier.** — La présentation des statistiques globales.

Section I : L'imprécision des statistiques.

Section II : L'inadaptation des statistiques.

**Chapitre II.** — L'évolution des modes de financement concerne essentiellement les entreprises du secteur public.

Section I : Généralités.

Section II : L'évolution des modes de financement concerne essentiellement les entreprises du secteur public.

**Chapitre III.** — L'évolution des modes de financement exerce une influence défavorable sur le volume des investissements productifs.

Section I : Son incidence sur la situation des entreprises publiques : méconnaissance du principe de la rareté des capitaux.

Section II : Son incidence sur la situation des entreprises privées : la méconnaissance des exigences de leur gestion financière.

**Note I :** Essai statistique sur l'évolution de la contribution des sociétés à la formation de l'épargne nationale (1890-1958).

**Note II :** Essai statistique sur l'évolution des investissements des entreprises (1890-1958).

## PREMIÈRE PARTIE

---

# ESSAI STATISTIQUE SUR L'ÉVOLUTION DU FINANCEMENT EXTERNE DES ENTREPRISES, EN FRANCE, DE 1890 A 1958

---

Le financement externe des entreprises est constitué par l'ensemble des ressources, de diverses natures, collectées par elles, auprès des « intermédiaires financiers » et des « agents économiques ». S'il y a longtemps que ces deux groupes de cellules économiques assurent une grande partie des besoins de capitaux des entreprises, ce n'est que depuis la fin de la seconde guerre mondiale qu'un appareil statistique, assez complet, a été mis sur pied pour mesurer l'importance de leurs apports respectifs. La connaissance, même approximative, de leur contribution au cours des années antérieures suppose de nombreuses recherches rétrospectives. Celles-ci n'aboutissent généralement qu'à des résultats imprécis, en raison des lacunes, des obscurités et de la dispersion des sources d'information. Dans ces conditions, les flux recensés ou évalués, n'ont, à titre de principe, qu'un caractère représentatif d'une évolution donnée. Exceptionnellement, les comparaisons entre les valeurs absolues sont susceptibles de servir de base à des conclusions nuancées... En conséquence, nous nous attacherons davantage à exposer les sources et les modes d'élaboration des séries

statistiques proposées qu'à commenter les résultats qu'elles impliquent.

Bien que la distinction entre les opérations financières des intermédiaires et celles des agents économiques ait une portée limitée dans notre étude, puisqu'il ne nous sera pas toujours possible d'éliminer les doubles emplois, il semble préférable de procéder à un examen séparé de l'évolution de leur contribution, en raison des différences sensibles qui caractérisent leur régime juridique et économique.

## **TITRE PREMIER**

---

### **L'EVOLUTION DE LA CONTRIBUTION DES INTERMEDIAIRES FINANCIERS**

---

La participation des intermédiaires financiers s'est longtemps limitée à la distribution de crédits à court terme sur ressources monétaires. Toutefois, quelques rares établissements consentaient des concours plus durables, grâce à des capitaux d'épargne collectés sur le marché financier. Leur intérêt a suscité, après la guerre de 1914, un courant d'opinion favorable à la création de nouveaux organismes, inspirés, en outre, de préoccupations sociales. Les prêts à l'industrie et à l'agriculture se sont alors développés. Mais leur essor considérable ne date que de la fin de la seconde guerre mondiale, époque où les banques de dépôts et l'institut d'émission sont appelés à employer, sous cette forme, une partie importante de leurs capitaux. Le principe de la spécialisation bancaire ne détermine plus, de ce fait, la répartition des opérations entre les organismes financiers en fonction de la durée des engagements qu'elles créent. Si le système bancaire se réserve toujours l'octroi des crédits à court terme sur ressources monétaires, il est aujourd'hui en mesure de fournir un large appui aux autres intermédiaires financiers.



## **SOUS-TITRE PREMIER**

---

# ***L'EVOLUTION DU FINANCEMENT A COURT TERME DES ENTREPRISES***

---

Les lacunes de l'information économique, en France, avant la seconde guerre mondiale, s'avèrent particulièrement étendues en notre matière. Le dépouillement systématique des bilans bancaires, établis suivant un plan normalisé, ne date en effet que de l'année 1943. Il n'était procédé auparavant qu'à des relevés, plus ou moins suivis, des principaux postes, retraçant certaines opérations, effectuées par quelques banques. Si notre travail ne diffère guère, en son principe statistique, de ceux effectués à cette époque, il est cependant plus large, dans la mesure où il s'efforce d'évaluer l'ensemble des crédits à court terme, consentis aux entreprises métropolitaines, par tous les établissements du système bancaire.

Nos statistiques n'ont qu'une précision limitée. Leur interprétation suppose de nombreuses réserves et leur rapprochement avec les séries actuelles n'est pas très satisfaisant. Toutefois à condition de ne pas attribuer une importance excessive aux valeurs absolues, ces diverses statistiques sont susceptibles de donner une idée assez exacte de l'évolution de financement à court terme des entreprises.

## CHAPITRE PREMIER

---

### LA DÉLIMITATION D'UN FLUX REPRÉSENTATIF

---

Pour délimiter un flux représentatif du financement à court terme des entreprises, il est nécessaire de dégager, parmi l'ensemble des relations financières de la Nation, celles qui unissent deux pôles économiques, pour une période de temps limitée.

#### *Section première*

#### LE PREMIER POLE : LES ENTREPRISES METROPOLITAINES

Puisque l'objet de notre thèse porte sur le financement des entreprises exploitées en France, il importe de n'évaluer que les crédits à court terme accordés à elles seules. *Cette directive implique de multiples distinctions parmi les emplois bancaires.* Elles s'avèrent délicates parce que les intermédiaires financiers ne procédaient pas, avant-guerre, à une ventilation croisée de leurs opérations en fonction de la nature juridique des personnes qui en bénéficient et du lieu où se déploie l'activité de ces dernières.

*Section II*LE DEUXIEME POLE :  
LES INTERMEDIAIRES FINANCIERS

1° La distribution du crédit à court terme est assurée essentiellement par le *système bancaire*. Sa délimitation ne soulève pas de difficultés. Il est constitué par l'institut d'émission et l'ensemble des banques de dépôts. Il y a lieu d'y ajouter le département des banques d'affaires spécialisé dans ce genre d'opérations.

2° En plus des organismes composant le système bancaire français, *d'autres intermédiaires* participent éventuellement à la distribution des crédits à court terme aux entreprises métropolitaines. Il s'agit de la Caisse des Dépôts et Consignations, des Compagnies d'assurances ou même du Crédit National. Leur intervention, très limitée, répond à des caractéristiques spéciales, en particulier, elle repose sur l'emploi de capitaux d'épargne.

3° Si le système bancaire français finance certaines dépenses des « agents économiques étrangers », des circuits se produisent en sens inverse, en faveur des entreprises métropolitaines. Ils émanent des *banques françaises situées en dehors du territoire national* ou des *banques étrangères*.

4° On peut enfin mentionner les *crédits entre entreprises*, qui n'ont point entraîné la création d'effets de commerce ou qui, s'ils ont été à l'origine d'un titre bancable, n'ont pas été mobilisés. Leur évaluation échappe à toute investigation, leurs variations n'influencent vraisemblablement pas la conjoncture de façon sensible.

Les crédits à court terme distribués aux entreprises, exploitées en France, sont formés de plusieurs éléments, d'intérêt très inégal. Seul, le flux de beaucoup le plus important est susceptible d'être évalué et suivant des méthodes qui laissent planer une assez grande incertitude sur la valeur des résultats, pour la période antérieure à 1938.

## CHAPITRE II

---

### LES MÉTHODES D'ÉLABORATION DES STATISTIQUES

---

L'exposé des sources utilisées et des méthodes employées, pour évaluer le volume des crédits à court terme distribués par le système bancaire de 1890 à 1938, exige des développements assez longs et quelque peu austères. En revanche, les données puisées dans les rapports du Conseil National du Crédit, depuis 1945, n'appellent que de brefs commentaires.

#### *Section première*

#### LA PERIODE 1890-1938

Les sources d'information sont des plus réduites sur la période 1890-1938. De ce fait, leur utilisation est subordonnée à la mise en œuvre d'hypothèses de travail, de généralisations dont la valeur prête à contestation. Ces généralisations résultent de ce que nous avons dû borner nos recherches à l'étude d'un nombre restreint de bilans bancaires, sans pouvoir, en outre, déterminer directement parmi les postes relatifs à la distribution des crédits à court terme, ceux qui intéressent le seul financement des entreprises métropolitaines.

Notre rôle consiste donc dans l'élaboration de séries statistiques successives qui cerneront de façon de plus en plus étroite le flux désiré.

## § 1. — LA BANQUE DE FRANCE.

Les statistiques sont extraites du dernier bilan hebdomadaire du mois de décembre. Deux « postes » ont trait à notre sujet; l'un est intitulé *Portefeuille et Bons du Trésor*, l'autre *Avances sur titres*.

La première rubrique soulève une question délicate. Il s'agit de connaître l'importance respective des crédits consentis, à l'économie et à l'Etat, par la voie de l'escompte. Nous avons jugé préférable de ne pas opérer cette ventilation pour le portefeuille de la Banque Centrale envisagé isolément. Ce n'est qu'après lui avoir ajouté celui des banques de dépôts que nous procéderons à l'évaluation de l'importance respective des effets privés et des effets publics, portés par l'ensemble du système bancaire. Cette méthode supprime les erreurs que cette distinction supplémentaire, d'un intérêt limité d'ailleurs aurait introduit.

Le poste « Avances sur titres » ne soulève aucune difficulté. Il correspond aux crédits consentis aux entreprises sur dépôt de valeurs mobilières publiques ou industrielles.

Les valeurs extraites du bilan de la Banque de France sont reportées dans l'Annexe n° 11.

## § 2. — LES BANQUES DE DÉPÔTS ET LES BANQUES D'AFFAIRES.

Le nombre des intermédiaires financiers, chargés de la distribution des crédits à court terme, a sensiblement varié au cours de la période étudiée. Il a vraisemblablement dépassé quatre cents établissements. Le dépouillement rétrospectif de leurs bilans, indépendamment du travail que cela supposerait, ne donnerait aucun résultat satisfaisant. On ne pourrait d'abord tenir compte de l'activité des banques qui ne publiaient pas leur bilan. Il en serait de même pour celles qui ont égaré ou dispersé leurs archives à la suite de leur dissolution. Enfin, l'hétérogénéité de la présentation des bilans et la fusion fréquente d'opérations différentes sous une même rubrique (effets privés et effets publics, etc.), empêcheraient tout recensement précis des crédits accordés à l'économie nationale, même si on ne se heurtait pas aux précédents obstacles. Quelle que soit l'étendue des moyens mis en œuvre, certaines extrapolations apparaissent inévitables.

L'exposé de notre méthode se fera en cinq étapes, qui tendront à saisir, de façon de plus en plus précise, le flux à évaluer.

## A. — L'ÉNUMÉRATION DES BANQUES CHOISIES POUR LES CALCULS DE BASE.

1° *Généralités.*

Notre évaluation des moyens de financement à court terme distribués aux entreprises, par l'ensemble des banques, repose sur les statistiques extraites du bilan de quelques grandes maisons de crédit, auxquelles est appliqué un coefficient d'extrapolation.

Le choix d'un nombre constant d'intermédiaires financiers supposait que nous déterminions un coefficient variable, en raison des modifications de structure de l'appareil bancaire, modifications dont il ne faut pas exagérer la portée en notre domaine ; le développement de la concentration bancaire s'est surtout manifesté sous la forme de prises de participation. Or cette solution est à rejeter ; la détermination d'un coefficient variable suppose des investigations sans fin, et même le problème résolu. C'est pourquoi nous avons adopté une autre méthode. Elle consiste à faire varier le nombre des banques retenues. L'activité de ces dernières étant alors censée représenter un pourcentage fixe des opérations bancaires.

Pour aboutir à ce résultat, nous avons posé les principes suivants :

— chaque fois qu'une banque, retenue pour l'année de base 1938, a absorbé un autre établissement important, au cours des années antérieures, nous avons recensé les opérations de cet intermédiaire, depuis 1890 ou depuis sa création, jusqu'au moment où il a perdu sa personnalité juridique ;

— chaque fois qu'une banque, retenue pour l'année de base 1938, a d'abord existé sous une autre raison sociale, nous avons tenu compte des opérations de ce premier établissement.

Nous croyons que les corrections ainsi introduites, qui ont une portée limitée, tendront à compenser la sous-estimation qu'aurait entraîné l'adoption d'un coefficient fixe ; les banques recensées représentant un pourcentage de plus en plus élevé de l'activité bancaire.

2° *Enumération des banques choisies.*

Nous aurions pu borner notre choix aux seules banques de dépôts ; nous avons cependant pensé qu'il était intéressant de recenser aussi les opérations effectuées par quelques banques d'affaires, bien qu'elles fussent nettement moins importantes.

Principales banques de dépôts recensées :

— Le Crédit Lyonnais (à partir de 1890),

— La Société Générale pour favoriser le Commerce et l'Industrie (à partir de 1890),

- Le Comptoir National d'Escompte (à partir de 1890),
- Le Crédit Industriel et Commercial (à partir de 1890),
- Le Crédit Commercial de France, qui procède de la Banque Suisse et Française fondée en 1894, n'a pris cette raison sociale qu'en 1913,
- La Banque Nationale du Crédit, fondée en 1913, est devenue la Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie.

#### Principales banques d'affaires :

- Le Crédit Mobilier de 1890 à 1913, successeur lointain du premier établissement bancaire du même nom, créé par les frères Péreire, a fusionné en 1932 avec la Banque de l'Union Parisienne ;
- La Banque de Paris et des Pays-Bas (à partir de 1890) ;
- L'Union Parisienne, fondée en 1904 ;
- La Banque Française pour le Commerce et l'Industrie, de 1901 à 1921, c'est-à-dire, depuis sa fondation jusqu'à son absorption par la Banque Nationale du Crédit (1).

#### B. — L'ÉVOLUTION DES EMPLOIS A COURT TERME, MÉTROPOLITAINS ET EXTRA-MÉTROPOLITAINS, DES BANQUES CŒLOISIES.

Comme la Banque de France, les banques commerciales consentent des crédits sous deux formes essentielles. Et ils figurent généralement sous les rubriques suivantes :

- Effets de commerce et Bons de la Défense nationale ;
- Comptes courants débiteurs et avances.

La distribution des crédits à court terme par voie d'escompte, d'effets privés et publics, apparaît nettement au bilan de chaque banque. Diverses annexes présentent les relevés auxquels nous avons procédé.

- Annexe n° 1 : Evolution du portefeuille d'effets privés et publics de chaque banque de dépôts recensée, de 1890 à 1938 ;
- Annexe n° 3 : Evolution du portefeuille d'effets privés et publics de l'ensemble des banques d'affaires recensées ;
- Annexe n° 5 : Evolution du portefeuille d'effets privés et publics des principales banques commerciales.

---

(1) Cette absorption a pour avantage de supprimer l'effet pervers de la concentration bancaire sur la valeur des résultats obtenus par extrapolation.

Les autres formes de crédit sont enregistrées sous des rubriques variables, groupant, au gré de chaque banque, des opérations différentes. Sans pouvoir rétablir, *a posteriori*, la classification des opérations bancaires maintenant en vigueur, il est cependant possible de procéder à un regroupement sous deux postes « Comptes courants débiteurs » et « Avances avec ou sans garanties et reports ». Le premier est un peu moins satisfaisant que ne laisse supposer son titre ; il comprend, exceptionnellement, les opérations faites avec « les correspondants », que nous n'avons pas toujours pu éliminer. En revanche, nous avons pallié une autre source d'erreurs. De nos jours, on présente distinctement « les comptes courants débiteurs » et les « débiteurs par acceptation ». Avant-guerre, un nombre limité d'intermédiaires procédait de cette façon. C'est pourquoi, lorsque les banques recensées ont fusionné ces opérations en une rubrique commune, à l'actif, nous avons déduit du montant indiqué, la valeur mentionnée, au passif, au titre des « effets à payer » ou des « acceptations ». Les résultats de nos recherches sont reportés dans les annexes suivantes :

- Annexe n° 2 : Evolution des « comptes courants débiteurs » et des « avances avec ou sans garanties », pour des banques de dépôts recensés ;
- Annexe n° 4 : *Idem*, pour les banques d'affaires recensées ;
- Annexe n° 6 : *Idem*, pour les principales banques commerciales recensées.

Nos résultats, pour l'année 1938, sont les suivants :

- Portefeuille d'effets privés et publics des principales banques commerciales recensées : 27,64 milliards ;
- Comptes courants débiteurs et Avances : 9,92 milliards.

Ces chiffres représentent l'activité d'un nombre restreint de sociétés de crédit. La généralisation à laquelle nous devons maintenant procéder introduira des erreurs non négligeables dans notre travail qui peut être tenu, jusqu'ici, pour précis.

#### C. — L'ÉVOLUTION DES EMPLOIS A COURT TERME MÉTROPOLITAINS ET EXTRA-MÉTROPOLITAINS, DE L'ENSEMBLE DES BANQUES COMMERCIALES.

Le problème consiste à déterminer le coefficient dont il convient d'affecter le volume des opérations effectuées par les banques recensées pour obtenir le montant des crédits à court terme distribués par l'ensemble des banques commerciales.

Le travail rétrospectif mené par la Banque de France (1), sur la monnaie et le crédit en 1938, va nous permettre de déterminer, avec une approximation suffisante, ce coefficient. En effet, le fait de pouvoir se baser sur les statistiques d'une année relativement ancienne limite la portée de l'erreur découlant de ce que notre méthode tient compte de façon imparfaite des variations des structures bancaires.

Des recherches de l'Institut d'Emission, il apparaît que :

— le portefeuille de l'ensemble des banques commerciales, tant en ce qui a trait à leur activité métropolitaine qu'extra-métropolitaine s'élève, en 1938, à 44,6 milliards et se décompose comme suit :

— Bons du Trésor et assimilés : 13,8 milliards;

— Autres effets : 30,8 milliards;

— les comptes-courants débiteurs et avances de ces mêmes banques totalisent 19,7 milliards, qui se ventilent de la manière suivante :

— Comptes-courants débiteurs : 15,6 milliards,

— Avances et débiteurs divers : 4,1 milliards,

— le total du portefeuille et des avances est de 44,6 M. + 19,7 M. = 64,3 milliards.

En conséquence, pour évaluer le portefeuille de l'ensemble des banques commerciales, à partir de celui des principales banques commerciales, que nous avons recensées, soit 27,64 milliards en 1938

44,60

(cf. Annexe n° 5), il convient de multiplier ce dernier par  $\frac{44,60}{27,64} =$

1,6 (par défaut).

De même, pour évaluer le montant des comptes courants débiteurs et des avances de l'ensemble des banques commerciales, à partir de ceux des principales banques commerciales, que nous avons recensées, soit 9,92 M. en 1938 (cf. Annexe n° 6), il convient de multiplier ces

19,70

derniers par le coefficient  $\frac{19,70}{9,92} = 2$  (par excès).

9,92

L'évaluation des crédits distribués par l'ensemble des banques commerciales de 1890 à 1938, déterminée à partir de ceux accordés par les établissements recensés, après utilisation de ces coefficients, font l'objet de diverses annexes :

(1) Statistiques publiées par le Bulletin mensuel de l'IN.S.E.E.

— Annexe n° 7 : Portefeuille d'effets privés et publics de l'ensemble des banques commerciales pour leur activité métropolitaine et extra-métropolitaine;

— Annexe n° 9 : Comptes courants débiteurs, et avances, avec ou sans garanties, consentis par l'ensemble des banques pour leur activité métropolitaine et extra-métropolitaine.

Il importe maintenant d'éliminer les opérations qui ne concernent pas notre pays.

#### D. — L'ÉVOLUTION DES EMPLOIS A COURT TERME, MÉTROPOLITAINS, DE L'ENSEMBLE DES BANQUES COMMERCIALES.

L'élimination des opérations afférentes à l'activité extra-métropolitaine des banques ne peut être faite que par application d'un coefficient fixe, déterminé à partir d'une année de base et supposé valable pour toutes les autres années. Les bilans bancaires ne donnent pas, en effet, le moyen de corriger ce qu'une telle méthode peut avoir d'inexacte.

Voyons, successivement, ce qu'il en est pour les emplois privés et les emplois publics.

##### 1° Les emplois privés métropolitains.

Le *Bulletin mensuel de l'I.N.S.E.E.* ne donne pas la ventilation croisée des emplois bancaires, entre les emplois métropolitains et extra-métropolitains, et les emplois privés et les emplois publics. Nous n'avons pu disposer que des éléments suivants dans la statistique publiée par l'I.N.S.E.E. :

— Emplois privés, métropolitains et extra-métropolitains, de l'ensemble des banques commerciales en 1938 :

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| — Effets privés               | : 30,8 M. |
| — Comptes-courants débiteurs  | : 15,6 M. |
| — Avances et débiteurs divers | : 4,1 M.  |
| Total :                       | 50,5 M.   |

Or, le volume des crédits consentis à l'économie nationale, par les banques commerciales, est de 40,8 M. Les ressources accordées aux agents économiques extra-métropolitains s'élèvent donc à 9,7 M., soit un peu moins de 20 % du total. Il ne s'agit là que d'une moyenne; le pourcentage des affectations de fonds à « l'extérieur », sous la forme de comptes courants débiteurs, est supérieur à celui des affectations réalisées sous la forme d'escomptes d'effets. La situation exacte en 1938 n'est pas connue. Nous croyons, cependant, ne pas

nous écarter beaucoup de la réalité en considérant que le rapport existant entre ces deux types d'opérations était, à l'époque, du même ordre de grandeur que celui aujourd'hui constaté. Les crédits privés distribués à « l'extérieur » représentant 20 % des emplois privés bancaires, le pourcentage moyen se décomposerait alors de la façon suivante : 17 % pour les escomptes d'effets, et 23 % pour les comptes courants débiteurs et avances. Désormais, nous sommes en mesure de déterminer la valeur des divers emplois privés métropolitains des banques commerciales en 1938 :

Emplois privés, métropolitains, des banques commerciales en 1938 :

|                                           |         |        |                       |
|-------------------------------------------|---------|--------|-----------------------|
| — Effets privés :                         | 30,8 M. | — 17 % | = 25,6 M. de F.       |
| — Comptes courants débiteurs et avances : | 19,7 M. | — 23 % | = 15,2 M. de F.       |
|                                           |         |        | Total = 40,8 M. de F. |

## 2° Les emplois publics métropolitains.

Il reste maintenant à préciser le volume des effets publics détenus par les banques commerciales, qui concernent leur activité en France, pour connaître l'ensemble de leurs emplois métropolitains. En 1938, le portefeuille extra-métropolitain d'effets publics étant par ailleurs égal à 2,2 M. de francs environ, soit 17 % du portefeuille total d'effets publics, le portefeuille métropolitain d'effets publics est de 13,8 M. — 2,2 M. = 11,6 M.

En conclusion, *l'activité métropolitaine* de l'ensemble des banques commerciales se présente de la façon suivante en 1938 :

|                                         |             |                 |
|-----------------------------------------|-------------|-----------------|
| — Effets privés et publics :            | 25,6 + 11,6 | = 37,2 M.       |
| — Comptes-courants débiteurs et avances |             | = 15,2 M.       |
|                                         |             | Total = 52,4 M. |

De ces chiffres, ressortent les coefficients dont il faut affecter les opérations faites par les banques recensées pour connaître le volume approximatif des emplois métropolitains de l'ensemble des banques commerciales avant 1938.

— Pour évaluer le volume du portefeuille de l'ensemble des banques, correspondant à leurs emplois métropolitains privés et publics, à partir du portefeuille global des principales banques commerciales, soit 27,64 M. en 1938 (cf. Annexe n° 5), il convient de multiplier ce dernier par :

$$\text{le coefficient } \frac{37,2}{27,64} = 1,34 \text{ (par défaut).}$$

— Pour évaluer les crédits consentis sous la forme de comptes courants débiteurs et d'avances, par l'ensemble des banques commerciales, correspondant aux emplois métropolitains, à partir de ceux accordés par les principales banques commerciales, soit 9,9 M. en 1938 (cf. Annexe n° 6), il convient de multiplier ces derniers par :

$$\text{le coefficient } \frac{15,2}{9,9} = 1,53 \text{ (par défaut).}$$

Les résultats obtenus, après mise en œuvre de ces coefficients, sont rapportés dans les annexes suivantes :

— Annexe n° 8 : Evolution du portefeuille de l'ensemble des banques commerciales : activité métropolitaine;

— Annexe n° 10 : Evolution des comptes courants débiteurs et avances de l'ensemble des banques commerciales : activité métropolitaine.

*Remarques sur les coefficients.*

|                                 | Portefeuille | C.C.D.<br>et Avances |
|---------------------------------|--------------|----------------------|
| — Activité générale .....       | 1,6          | 2                    |
| — Activité métropolitaine ..... | 1,34         | 1,53                 |
| — Différence .....              | 0,26         | 0,47                 |

Il peut paraître étonnant, à première vue, que les coefficients d'extrapolation ne soient pas les mêmes pour déterminer le volume du portefeuille de l'ensemble des banques ou celui des avances et comptes courants débiteurs, et qu'ils varient encore, suivant qu'on examine l'activité générale ou l'activité métropolitaine. Cette divergence tient essentiellement à la différence de comportement des grandes banques, par rapport aux établissements de moindre importance. Les premières, dont les bilans ont servi de base à ce travail, accordent plus volontiers des crédits, sous forme d'escomptes que sous celle d'avances. En conséquence, il est normal que les coefficients relatifs aux portefeuilles soient inférieurs. Toutefois, comme ces mêmes sociétés consentent la majeure partie des crédits à l'étranger, en provenance de notre pays, et qu'elles penchent, dans cette hypothèse, pour le système des avances, il en résulte que l'écart précédemment constaté pour l'activité métropolitaine tend à se réduire. Mais, les opérations extra-métropolitaines ne représentant qu'une faible fraction des emplois bancaires, l'écart ne peut disparaître.

Il nous reste une dernière étape à franchir avant d'aboutir au terme de nos recherches.

E. — L'ÉVOLUTION DES CRÉDITS A COURT TERME  
DISTRIBUÉS AUX ENTREPRISES MÉTROPOLITAINES.

La dernière série statistique, dont nous venons de présenter la méthode d'élaboration, retraçait l'évolution des crédits à court terme distribués à tous les agents économiques nationaux : Etat, entreprises, particuliers. Le problème est donc de ventiler le flux obtenu, suivant ses bénéficiaires, après lui avoir ajouté les opérations faites par la Banque de France.

A cette époque, les crédits aux particuliers comprennent essentiellement, les reports en Bourse. Nous ne pouvons les déduire, bien qu'ils ne constituent point un concours accordé aux entreprises. Ils sont en effet comptabilisés avec les comptes courants débiteurs ou les avances dans la plupart des bilans des banques recensées. Cette source d'inexactitude ne suscite, du reste, aucun inconvénient. D'une part, cette déduction n'a pas été faite pour les statistiques postérieures à la seconde guerre mondiale ; celles-ci sont donc homogènes, sur ce point, à celles que nous présentons pour la période antérieure. D'autre part, et c'est la remarque la plus importante, ils sont d'un faible volume, sauf en 1928-1929 (quelques centaines de millions).

En revanche, la participation des banques au financement des dépenses publiques ne peut être négligée depuis la première guerre mondiale. Longtemps, elle a pris une forme qui leur en réservait le monopole ; elle consiste en la souscription de Bons du Trésor, émis en nombre limité, ayant chacun une valeur nominale très élevée. Au début de la guerre 1914, leur technique d'émission évolue profondément. Les effets publics n'ont plus pour but d'assurer l'équilibre de la Trésorerie en période de « basses eaux » ; ils deviennent un procédé permanent de financement du déficit budgétaire ; son importance exige qu'ils bénéficient d'une diffusion aussi large que possible. On a, de ce fait, abaissé leur valeur nominale ; leur acquisition devient alors à la portée des particuliers. Cette situation se maintient après la fin de la guerre. La circulation des Bons de la Défense nationale a largement varié suivant les années ; leur répartition suivant les catégories de porteurs a connu aussi d'amples fluctuations. Mais, si le volume global des effets émis par le Trésor, entre les deux guerres, est maintenant connu avec une assez grande précision, il n'en est pas de même en ce qui concerne sa ventilation en fonction de ses souscripteurs. Ceci tient à ce que les banques, qui se procurent alors ces

titres de la même façon que les particuliers, les comptabilisent avec les effets privés. La rubrique « Portefeuille et Bons de la Défense nationale » regroupe, comme son titre l'indique, des éléments hétérogènes qu'on ne jugeait pas nécessaire de porter à la connaissance du public... Opérer rétrospectivement cette ventilation pose des difficultés presque insolubles, dans la mesure où l'« observateur » doit suivre une méthode purement objective; l'évaluation du concours fourni aux entreprises par le système bancaire, sous la forme d'escomptes de papiers bancables, suppose inévitablement une intervention personnelle. Les éléments de base sont si diffus, si incomplets que leur synthèse n'est possible que si l'on accepte, quelquefois, de tenir compte du sens vraisemblable de l'évolution du phénomène étudié. L'exposé de nos principales sources d'information montre que notre rôle a cependant été secondaire.

— Une première série de documents est constituée par les *rapports présentés aux assemblées générales, par les banques recensées*. Nous citerons le passage de l'un d'entre eux qui permettra au lecteur de se rendre compte de leur valeur et de leur utilité : « L'escompte du papier bancable a été très notablement supérieur au chiffre qu'il avait atteint en 1922. Les Bons de la Défense nationale représentant toujours la majeure partie du portefeuille du Crédit Lyonnais. A la suite de l'étude à laquelle nous nous sommes livrés, nous estimons que les banques détiennent 23 à 26 % des Bons du Trésor » (1).

— Les chroniques annuelles de la *Revue d'Economie Politique*, rédigées par des auteurs (2) entretenant des relations étroites avec les milieux bancaires contiennent des informations précieuses. En particulier, pour les dernières années, M. Dieterlen s'est efforcé d'estimer non seulement les variations relatives de ces divers éléments, mais aussi leur évolution en valeur absolue, du moins en ce qui concerne les quatre principales banques de dépôts.

— En revanche, les *Rapports annuels de la Banque de France* insistent sur le réescompte des effets privés. Il importe de remarquer que le pourcentage des effets publics détenus par l'Institut d'Emission, par rapport à son portefeuille global, était inférieur à celui constaté chez les autres intermédiaires. Ceci s'explique par le fait que l'aide accordée, par elle, à l'Etat se fait aussi suivant d'autres formes, et que l'insuffisance des emplois privés des banques de dépôts leur permet de souscrire la majorité des Bons de la Défense nationale, émis par le Trésor et placés auprès du système bancaire. Ce n'est qu'en

(1) Crédit Lyonnais : Rapport à l'assemblée générale des actionnaires, année 1923, p. 3.

(2) MM. Lorin, Lorient, Dieterlen.

période de crise gouvernementale, que le « plébiscite des porteurs de bons » amène la Banque de France à augmenter le pourcentage des effets publics. Comme elles ne se sont rarement produites en fin d'année, les bilans sur lesquels nous nous sommes basé correspondent à la situation normale, à celle où les effets privés constituent la majeure partie du portefeuille. Pour éviter de multiplier les sources d'erreur, nous avons opéré la déduction des titres publics, sur le total des effets détenus par le système bancaire et non sur celui porté, séparément, par les banques commerciales et par la banque centrale.

— *L'évolution des comptes courants débiteurs* donne une idée relativement exacte de la demande de crédits des entreprises. Les comparaisons avec le portefeuille fournissent des éléments utiles sur les variations des composantes de ce dernier.

— *La circulation des Bons du Trésor* est une source d'information plus délicate à interpréter parce que ses variations ne résultent pas d'un comportement identique des intermédiaires financiers et des agents économiques.

— Enfin, nous disposons d'une *statistique précise pour l'année 1938*, qui nous a permis de refaire nos évaluations en sens inverse (évolution de 1938 à 1929) à l'aide des commentaires de la *Revue d'Economie politique*. Nos informations sur l'année 1929, sans être aussi satisfaisantes, ont cependant permis l'application de la même méthode de recoupement pour la période 1929-1920.

Nous n'avons exposé que les principales sources disponibles. Un rapport minutieux, année par année, sur les chiffres retenus aurait été des plus fastidieux, et très difficile à suivre par suite de la multiplicité des méthodes et documents utilisés.

Pour alléger notre texte, la ventilation du portefeuille du système bancaire, en fonction de la nature des effets, a été reportée dans l'annexe n° 13. Il en est de même pour le tableau relatif à l'évolution comparée des diverses formes de crédit consenties aux entreprises métropolitaines par le système bancaire que l'on trouve dans l'annexe n° 15.

Avant de commenter ces résultats, quelques développements, sur les sources, pour la période 1945-1958.

## Section II

### LA PERIODE 1945-1958

Le problème qui se pose maintenant est de choisir, parmi les statistiques disponibles, celles qui prolongent de façon la plus homogène les séries constituées pour la période 1890-1938. On peut d'abord

envisager de se référer à la partie des rapport annuels du Conseil national du crédit consacrée au financement des entreprises. Mais ce n'est qu'à partir de 1955 que cet organisme donne une évaluation précise des crédits à court terme consentis aux entreprises, il y aurait donc lieu, pour les années 1945 à 1954, d'utiliser d'autres statistiques qui répondent à un concept plus large. Cette méthode aurait abouti à rassembler des éléments hétérogènes. C'est pourquoi nous avons estimé préférable de retenir comme flux représentatif des crédits à court terme distribués aux entreprises métropolitaines une autre statistique élaborée également par le Conseil National du Crédit qui a le même objet que celle mise en œuvre pour la période précédente. Il est intéressant de noter que la méthode suivie n'aboutit pas à des résultats très différents de ceux obtenus lorsqu'on cherche à calculer, avec le maximum de précision, le financement à court terme des entreprises par les divers groupes intermédiaires financiers.

### § 1. — LES SOURCES STATISTIQUES.

Les séries statistiques intermédiaires, pour la période 1945-1958, sont regroupées dans l'annexe n° 16. Le recensement des bilans bancaires par la Commission de contrôle des banques évite les complications et les inexactitudes introduites par la méthode de l'extrapolation précédemment appliquée.

Le document de base est l'annexe du Rapport annuel du Conseil national du crédit intitulée : « Crédits à l'économie financés par le système bancaire. »

#### *1° Crédits consentis par les banques de dépôts.*

L'annexe précédente du Conseil National du Crédit ne donne pas la répartition des crédits à court terme consentis aux entreprises suivant qu'ils l'ont été sous la forme d'escomptes d'effets ou de découverts. Nous croyons qu'il serait utile de présenter cette décomposition dans le tableau rétrospectif du C.N.C. Nous l'avons établie à partir des éléments fournis par le tome I des Rapports annuels.

#### *2° Crédits consentis par la Banque de France.*

Le tableau rétrospectif du C.N.C. n'opère pas davantage la ventilation entre les deux formes de crédits consentis aux entreprises. Notre annexe donne la répartition du financement à court terme du « secteur productif » par l'Institut d'émission, sous la forme d'escomptes d'effets et sous celle de découverts.

## § 2. — LA VALEUR DES RÉSULTATS.

Les services de la Comptabilité nationale dans le « Tableau des Relations Financières », depuis 1951, et le Conseil National du Crédit, depuis 1955, s'efforcent de déterminer avec le maximum de précision le volume des crédits à court terme accordés aux entreprises. Leurs résultats sont quelque peu différents ; aucune explication n'en est donnée.

Ceux que nous obtenons, suivant la méthode choisie par souci d'homogénéité, sont voisins des estimations des Comptes de la Nation

En milliards de francs.

| Années     | « Conception de l'auteur » |                         | Comptabilité Nationale |
|------------|----------------------------|-------------------------|------------------------|
|            | Encours                    | Variations de l'encours |                        |
| 1950 ..... | 1.214                      |                         |                        |
| 1951 ..... | 1.695                      | + 481                   | + 496                  |
| 1952 ..... | 1.851                      | + 156                   | + 162                  |
| 1953 ..... | 1.985                      | + 134                   | + 145                  |
| 1954 ..... | 2.187                      | + 202                   | + 194                  |
| 1955 ..... | 2.460                      | + 273                   | + 261                  |
| 1956 ..... | 2.913                      | + 453                   | + 439                  |
| 1957 ..... | 3.156                      | + 243                   | + 299                  |
| 1958 ..... | 3.276                      | + 120                   |                        |

Les différences dans les variations de l'encours, suivant que l'on se réfère à l'une ou l'autre statistique, tiennent à trois raisons essentielles. Nous n'avons d'abord pas tenu compte des crédits nourris par les établissements finançant la vente à crédit de biens d'équipement à usage professionnel. Il en est de même, ensuite, de ceux accordés par les agences d'Outre-Mer des banques métropolitaines aux entreprises métropolitaines. La dernière cause de divergence provient de ce que nous avons omis les crédits à court terme consentis aux entreprises par les organismes spécialisés sur ressources d'épargne.

L'exposé des méthodes suivies, pour évaluer le volume de crédits à court terme distribués aux entreprises métropolitaines, montre clairement les sources d'inexactitudes qui affectent la valeur des résultats obtenus pour la période 1890-1938. Chaque fois que nous avons posé une nouvelle hypothèse de travail, pour délimiter progressive-

(1) Rapport sur les Comptes de la Nation de l'année 1957, p. 68 et de l'année 1958.

ment le flux recherché, nous avons vraisemblablement augmenté la marge d'erreur propre au flux nouveau par rapport à celle du flux précédent. Celle-ci diffère pour chaque composante du financement à court terme des entreprises. Elle est nulle pour les « avances sur titres » de la Banque de France ; elle est maximum pour les « effets privés » détenus par le système bancaire. Nous croyons cependant que le pourcentage d'erreur de la série finale oscille autour de 20-25 %, avec une tendance certaine à diminuer à mesure que l'on se rapproche de l'année 1938 (1). Ces remarques montrent la prudence avec laquelle il convient d'interpréter les conclusions qui se dégagent de nos statistiques.

(1) Il paraît très vraisemblable qu'il s'agit d'une sous-estimation des crédits consentis aux entreprises, sous-estimation de plus en plus marquée à mesure que l'on remonte vers les années antérieures à 1938. Cf. à ce sujet : *Statistiques et Etudes financières* : supplément rétrospectif 1926-1955, année 1959, n° 123, p. 305.

## CHAPITRE III

---

### L'ÉVOLUTION DU FINANCEMENT A COURT TERME

---

La fréquence des interventions de l'Etat, depuis la fin de la seconde guerre mondiale, pour contrôler, restreindre la création de monnaie au profit des entreprises laisse supposer, à première vue, que celles-ci recourent trop largement à ce moyen de financement. Or, si l'on examine l'évolution, sur une longue période, des crédits à court terme distribués aux entreprises, il ne semble pas qu'il y ait des excès de leur part, et il paraît même probable que ce mode de financement a joué ou joue même encore un rôle moins important qu'avant-guerre, compte tenu des autres manifestations de la vie économique.

#### *Section première*

#### LA PRESENTATION DE LA SERIE STATISTIQUE FINALE

Quelles que soient les conceptions mises en œuvre, pour apprécier l'évolution du financement à court terme des entreprises, par le système bancaire, il est nécessaire de procéder à une conversion en francs-constants des flux évalués en francs courants. Celle-ci n'est pas sans accentuer la déformation de la réalité consécutive à l'imprécision de nos statistiques.

Cette déformation serait relativement limitée s'il existait un indice adapté à l'objet de nos recherches. Or, il n'y a que trois indices, remontant, au moins, à 1890. Il s'agit de l'indice des prix de gros industriels, de l'indice des prix de gros agricoles et de l'indice des prix de détail. Après réflexion, nous avons considéré que l'indice combiné des prix de gros industriels et agricoles donnait le résultat le plus satisfaisant.

Nous avons mis en œuvre cet indice tant dans le tableau I, consacré à l'évolution des crédits à court terme distribués aux entreprises métropolitaines par le système bancaire, que dans le tableau II, destiné à donner un résumé des principales étapes de l'évolution des encours et des variations annuelles de ces dernières.

Pour ne point négliger quelque aspect de la question, les variations annuelles de l'encours des crédits à court terme ont été exprimées, au tableau II, suivant deux conceptions. La première retient la différence entre la valeur nominale de ce flux au 31 décembre de deux années consécutives, différence convertie en une unité monétaire de base, en l'occurrence, le franc 1938. La deuxième méthode se base sur la différence entre les valeurs consécutives de ce flux, exprimées directement en francs constants. On constate alors que l'augmentation de l'encours, en francs constants, n'est pas toujours suffisante pour compenser la perte de pouvoir d'achat du volume des crédits consentis au terme de l'année précédente. Tel est le cas, par exemple, en 1957, en 1958.

## Section II

### APPRECIATION ET DISCUSSION

L'étude critique du financement à court terme des entreprises appelle, suivant nous, une distinction essentielle entre l'évolution quantitative et l'évolution qualitative.

#### § 1. — L'ÉVOLUTION QUANTITATIVE.

Le volume des crédits à court terme accordés aux entreprises métropolitaines se caractérise par *une tendance à la croissance séculaire, en dépit de ses variations cycliques particulièrement amples.*

D'après nos statistiques, *l'encours de ces crédits serait, en 1958, cinq fois supérieur à ce qu'il était en 1890 (en fait quatre à six fois*

TABLEAU I

*Evolution de l'encours des crédits à court terme  
distribués aux entreprises métropolitaines par le système bancaire.*

Base 100 en 1938

En milliards de francs.

| Années     | En francs courants | En francs 38 | Indice |
|------------|--------------------|--------------|--------|
| 1890 ..... | 3,2                | 24,7         | 47     |
| 1895 ..... | 3,4                | 30,6         | 58     |
| 1900 ..... | 5                  | 38,5         | 73     |
| 1905 ..... | 7,1                | 50,4         | 95     |
| 1910 ..... | 10,1               | 66           | 125    |
| 1913 ..... | 12,6               | 79,4         | 150    |
| 1920 ..... | 19,4               | 24,3         | 46     |
| 1921 ..... | 16,9               |              |        |
| 1922 ..... | 17,5               |              |        |
| 1923 ..... | 21                 |              |        |
| 1924 ..... | 23,5               |              |        |
| 1925 ..... | 29,1               |              |        |
| 1926 ..... | 32,2               |              |        |
| 1927 ..... | 34,3               |              |        |
| 1928 ..... | 51,2               | 51           | 96     |
| 1929 ..... | 63,3               | 63           | 119    |
| 1930 ..... | 63,8               |              |        |
| 1931 ..... | 54,3               |              |        |
| 1932 ..... | 45,3               |              |        |
| 1933 ..... | 44                 |              |        |
| 1934 ..... | 41,2               |              |        |
| 1935 ..... | 40,5               |              |        |
| 1936 ..... | 44,8               |              |        |
| 1937 ..... | 49,6               | 56           | 105    |
| 1938 ..... | 53                 | 53           | 100    |
| 1945 ..... | 117                | 31,6         | 60     |
| 1946 ..... | 290                | 43,5         | 83     |
| 1947 ..... | 419                | 42           | 80     |
| 1948 ..... | 756                | 45,4         | 86     |
| 1949 ..... | 1.028              | 51,4         | 97     |
| 1950 ..... | 1.214              | 61           | 115    |
| 1951 ..... | 1.695              | 68           | 128    |
| 1952 ..... | 1.851              | 74           | 140    |
| 1953 ..... | 1.985              | 80           | 151    |
| 1954 ..... | 2.187              | 88           | 164    |
| 1955 ..... | 2.460              | 98           | 185    |
| 1956 ..... | 2.913              | 116          | 219    |
| 1957 ..... | 3.156              | 111          | 209    |
| 1958 ..... | 3.276              | 101          | 190    |

Sources : Evaluations de l'auteur de 1890 à 1938.

Rapport annuel du Conseil national du crédit de 1945 à 1958.

Indice de conversion, cf Annexe n° 25.



si l'on tient compte de la marge d'erreur possible), alors que la production industrielle n'a été multipliée que par quatre environ, pendant la même période. Il serait hâtif d'en conclure que ce flux a connu un taux de croissance trop élevé. Il n'existe aucun élément qui nous permette d'avoir une idée du taux optimum. Les fluctuations de ce flux nous autorisent à supposer qu'il a dû être longtemps inférieur à ce qui semble souhaitable, et qu'il en est peut-être encore de même aujourd'hui.

Il est incontestable que la création de monnaie fiduciaire et scripturale, au profit des entreprises, a connu un taux d'accroissement très élevé de 1890 à 1913. Les deux sources d'inexactitudes (1) qui entachent notre statistique pour cette période (estimation incertaine du pourcentage des crédits distribués par les banques recensées, et du pourcentage de leur activité métropolitaine par rapport à leur activité globale) ne sont pas susceptibles d'infirmer notre jugement. L'examen du bilan de la Banque de France et des banques recensées est très révélateur à cet égard. Les autres intermédiaires du système bancaire n'ont pu avoir un comportement différent; la création ou la disparition d'un certain nombre d'établissements secondaires n'est point de nature à fausser le sens de nos résultats.

Après la guerre 1914, les concours bancaires aux entreprises marquent une chute très nette. Pour s'en convaincre, il suffit de se rappeler les nombreux articles, rédigés à l'époque, sur « le déclin de la lettre de change » et sur la place de plus en plus large des effets publics dans le portefeuille des banques.

Avec la prospérité des années 1928-29-30, l'écart tend à se réduire. L'aide financière, reçue par le « secteur productif » serait toutefois encore inférieure au niveau qu'elle avait atteint en 1913. La situation comparée du bilan de l'Institut d'émission, des comptes courants débiteurs et des avances des banques recensées, qui constituent les indices les plus sûrs dont nous disposions, sont en parfait accord avec nos conclusions.

Un nouveau déclin se manifeste avec la Grande Dépression : il se prolonge jusqu'à la seconde guerre mondiale et s'accélère du fait des hostilités.

*Ce ne serait que vers 1953 que le volume des crédits à court terme, distribués aux entreprises, aurait atteint, puis dépassé, celui qui leur était attribué en 1913.* La croissance de ce flux s'est ensuite poursuivie jusqu'en 1956. L'augmentation de l'encours, en 1957 et en 1958, n'a pas été suffisante pour compenser la perte de pouvoir d'achat des

(1) Le problème des effets publics ne se pose pas encore à cette époque.

fonds antérieurement fournis au secteur productif par le système bancaire. L'évolution favorable des dernières années n'est pas sans avoir joué un certain rôle dans le développement très rapide de la production industrielle. La création de monnaie fiduciaire et scripturale au profit des entreprises n'ayant plus été freinée, comme auparavant, par la concurrence des effets publics et des effets à moyen terme, celles-ci ont pu affecter une partie de leurs liquidités propres, employées jusque-là au financement de leurs stocks, à l'acquisition de biens d'équipement. De leur côté, les profits non distribués des sociétés s'étant sensiblement accrus en 1953 (1), les entreprises se sont trouvées dans une situation financière assez favorable pour matérialiser leur volonté d'expansion.

L'évolution du financement à court terme des entreprises s'est accompagnée non seulement de modifications quantitatives, mais encore de variations dans la structure de ses composantes.

## § 2. — L'ÉVOLUTION QUALITATIVE.

L'évolution qualitative des crédits à court terme distribués aux entreprises peut être analysée sous deux optiques différentes.

### A. — L'ÉVOLUTION STRUCTURELLE SELON LEUR FINANCEMENT

Bien que l'étude de l'importance de la contribution respective des banques et de l'institut d'émission exige beaucoup de prudence, l'existence de certaines « régularités » mérite d'être signalée et peut indirectement confirmer la valeur de nos résultats.

Dans une première phase (1890-1929), on constate une augmentation continue de la part des crédits financés par les banques commerciales. Il est très vraisemblable qu'une étude sur une période encore plus éloignée ne démentirait pas cette évolution. Elle s'explique par le développement du réseau des banques de dépôts. Le drainage croissant des liquidités des agents économiques par ces dernières leur permet de moins recourir au réescompte de l'Institut d'émission, compte tenu des progrès de leur activité.

Dans une seconde phase (1938-1956), on remarque une stabilisation de la part des crédits portés par les banques commerciales. Il y aurait même une nette diminution, si l'on tenait compte de tous les crédits

(1) Cf. : tableau XIV.

TABLEAU III

*Evolution structurelle des crédits à court terme distribués aux entreprises selon leur financement.*

En milliards de francs courants.

| Années  | Ensemble des banques commerciales |        |      |                 |        |        | Banque de France |      |        |                 |        |      | Total général   |       |
|---------|-----------------------------------|--------|------|-----------------|--------|--------|------------------|------|--------|-----------------|--------|------|-----------------|-------|
|         | Portefeuille d'effets             |        |      | Découverts      |        |        | Total            |      |        | Avances         |        |      | Total           |       |
|         | Francs courants                   |        | en % | Francs courants |        | en %   | Francs courants  |      | en %   | Francs courants |        | en % | Francs courants |       |
|         | en %                              | en %   | en % | en %            | en %   | en %   | en %             | en % | en %   | en %            | en %   | en % | en %            | en %  |
| 1890... | 1,12                              | 35 %   |      | 0,95            | 29,7 % | 64,7 % | 2,07             | 0,87 | 27,2 % | 0,26            | 8,1 %  | 1,13 | 35,3 %          | 100 % |
| 1900... | 1,95                              | 38,8 % |      | 1,80            | 35,9 % | 74,7 % | 3,75             | 0,76 | 15,1 % | 0,51            | 10,2 % | 1,27 | 25,3 %          | 100 % |
| 1913... | 5 37                              | 42,5 % |      | 5               | 39,5 % | 82 %   | 10,37            | 1,53 | 12,2 % | 0,74            | 5,8 %  | 2,27 | 18 %            | 100 % |
| 1929... | 28                                | 44,2 % |      | 25 8            | 40,8 % | 85 %   | 53 8             | 7    | 11 %   | 2,5             | 4 %    | 9,5  | 15 %            | 100 % |
| 1938... | 25,6                              | 48,2 % |      | 15,2            | 28,8 % | 77 %   | 40,8             | 8,6  | 16,2 % | 3,6             | 6,8 %  | 12,2 | 23 %            | 100 % |
| 1945... | 64                                | 54,7 % |      | 36              | 30,8 % | 85 5 % | 100              | 13   | 11 %   | 4               | 3,5 %  | 17   | 14,5 %          | 100 % |
| 1950... | 711                               | 58,6 % |      | 185             | 15,2 % | 73,8 % | 896              | 312  | 25,7 % | 6               | 0,5 %  | 318  | 26,2 %          | 100 % |
| 1956... | 1 519                             | 52 %   |      | 593             | 20,4 % | 72,4 % | 2 112            | 790  | 27,2 % | 11              | 0,4 %  | 801  | 27,6 %          | 100 % |
| 1957... | 2 009                             | 63,7 % |      | 526             | 16,7 % | 80,4 % | 2 535            | 610  | 19,3 % | 11              | 0,3 %  | 621  | 19,6 %          | 100 % |
| 1958... | 2 026                             | 61,8 % |      | 602             | 18,4 % | 80,2 % | 2 628            | 638  | 19,5 % | 10              | 0,3 %  | 648  | 19,8 %          | 100 % |

à l'économie (1). Cette évolution tient essentiellement à la croissance insuffisante des dépôts à vue dans les banques, qui résulte de la concurrence accrue, exercée par l'Etat, auprès des agents économiques pour recevoir leurs liquidités (2). Accessoirement, il y a lieu de mentionner depuis 1929, le développement plus rapide des crédits bancaires consentis au Trésor par rapport à ceux accordés aux entreprises et même à l'économie. On pourrait enfin mentionner la dépréciation des fonds propres des banques (3), par suite de l'inflation, qui ne leur permet plus de financer un volume aussi élevé de la production avec leur capital et leurs réserves diverses.

#### B. — L'ÉVOLUTION STRUCTURELLE SELON LEURS FORMES (tableau IV).

On constate une augmentation continue de la part des crédits accordés sous la forme d'escomptes d'effets de commerce par les banques commerciales. Dans la mesure où l'on tient compte de l'ensemble des crédits bancaires, qu'ils soient distribués à l'économie ou à l'Etat, la fraction des moyens de financement consentie sous la forme de découverts a connu une diminution extrêmement sensible. Le sens de cette évolution est relativement difficile à dégager.

Il n'est pas impossible qu'elle réponde au désir des banques de n'octroyer leur concours que si on leur offre des garanties plus tangibles que celles qu'elles exigeaient auparavant. En effet, toute opération d'escompte engage deux personnes : le tireur et le tiré, et réduit la part de risque du prêteur. Si les avances avec garanties ont aussi progressé plus vite que les avances sans garanties, notre interprétation bénéficierait d'un commencement de preuve (4).

(1) Crédits à la construction de logements.

En milliards de francs.

|                                             | 1938 | 1949  | 1956  | 1957  | 1958  |
|---------------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| (2) Dépôts à vue dans les banques..         | 58   | 1.115 | 2.669 | 2.967 | 3.118 |
| Dépôts aux comptes chèques postaux .....    | 3    | 187   | 597   | 666   | 757   |
| Fonds particuliers au Trésor ....           | —    | 22    | 59    | 60    |       |
| Effets publics portés par les banques ..... | 12   | 279   | 660   | 699   | 694   |
| Dépôts dans les Caisses d'Epargne           | 66   | 492   | 1.720 | 1.893 | 2.191 |
| (3) Capital nominal des banques ..          | 7.1  | 23    | 83.2  | 96.2  | 106.5 |
| Réserves des banques .....                  | 3.9  | 13.2  | 59.4  | 66.2  | 70.3  |

(4) Nous n'avons pu disposer d'une statistique susceptible d'éclaircir cette question.

TABLEAU IV

*Evolution structurelle des crédits à court terme distribués aux entreprises selon leurs formes.*

En milliards de francs.

| Années   | Portefeuille d'effets privés à court terme |        |                  |        |                 |        | Découverts      |        |                  |        |                 |        | Total général |       |
|----------|--------------------------------------------|--------|------------------|--------|-----------------|--------|-----------------|--------|------------------|--------|-----------------|--------|---------------|-------|
|          | Banques                                    |        | Banque de France |        | Total           |        | Banque          |        | Banque de France |        | Total           |        |               |       |
|          | Francs courants                            | en %   | Francs courants  | en %   | Francs courants | en %   | Francs courants | en %   | Francs courants  | en %   | Francs courants | en %   |               |       |
|          |                                            |        |                  |        |                 |        |                 |        |                  |        |                 |        |               |       |
| 1890 ... | 1,12                                       | 35 %   | 0,87             | 27,2 % | 1,99            | 62,2 % | 0,95            | 29,7 % | 0,26             | 8,1 %  | 1,21            | 37,8 % | 3,20          | 100 % |
| 1900 ... | 1,95                                       | 38,8 % | 0,76             | 15,1 % | 2,71            | 53,9 % | 1,80            | 35,9 % | 0,51             | 10,2 % | 2,31            | 64,1 % | 5,02          | 100 % |
| 1913 ... | 5,37                                       | 42,5 % | 1,53             | 12,2 % | 6,90            | 54,5 % | 5               | 39,5 % | 0,74             | 5,8 %  | 5,74            | 45,3 % | 12,64         | 100 % |
| 1923 ... | 28                                         | 44,2 % | 7                | 11 %   | 35              | 55,2 % | 25,8            | 40,8 % | 2,5              | 4 %    | 28,3            | 44,8 % | 63,3          | 100 % |
| 1938 ... | 25,6                                       | 48,2 % | 8,6              | 16,2 % | 34,2            | 64,4 % | 15,2            | 28,8 % | 3,6              | 6,8 %  | 18,8            | 35,6 % | 53            | 100 % |
| 1945 ... | 64                                         | 54,7 % | 13               | 11 %   | 77              | 65,7 % | 36              | 30,8 % | 4                | 3,5 %  | 40              | 34,3 % | 117           | 100 % |
| 1950 ... | 711                                        | 58,6 % | 312              | 25,7 % | 1,023           | 84,3 % | 185             | 15,2 % | 6                | 0,5 %  | 191             | 15,7 % | 1,214         | 100 % |
| 1956 ... | 1,519                                      | 52 %   | 790              | 27,2 % | 2,309           | 79,2 % | 593             | 20,4 % | 11               | 4 %    | 537             | 20,8 % | 2,913         | 100 % |
| 1957 ... | 2,009                                      | 63,7 % | 610              | 19,3 % | 2,619           | 83 %   | 526             | 16,7 % | 11               | 0,3 %  | 604             | 17 %   | 3,276         | 100 % |
| 1958 ... | 2,026                                      | 61,8 % | 638              | 19,5 % | 2,664           | 81,3 % | 602             | 18,4 % | 10               | 0,3 %  | 612             | 18,7 % | 3,156         | 100 % |

Un autre phénomène serait à mentionner. La possibilité d'obtenir un crédit à moyen terme pour financer l'achat de biens d'équipement aurait amené les entrepreneurs à ne plus demander d'avances à court terme auprès de leur banque pour opérer certains investissements amortissables dans des délais assez brefs, en attendant des rentrées prochaines de fonds. En tout cas, cette évolution ne nous semble pas favorable aux petites entreprises, qui préfèrent le système des avances. Et ceci nous amène à nous demander si le « déclin des banques locales » — et peut-être, plus encore, la perte de leur comportement propre au contact des « grands » — n'explique pas aussi cette croissance plus lente des « comptes courants débiteurs » que celle des effets, car les premiers ont toujours eu tendance à représenter une fraction plus grande des emplois chez les banques secondaires. Il en est encore de même aujourd'hui, mais à un degré moindre, d'après les quelques sondages que nous avons pu faire.

### CONCLUSION

Le système bancaire français n'a cessé d'accroître son concours aux entreprises métropolitaines, sans qu'il atteigne toujours l'ordre de grandeur souhaitable ; il n'est point responsable de cette évolution irrégulière. Elle tient d'abord au comportement des entreprises en période de dépression. Elle résulte davantage de la politique économique, qui a eu tendance à freiner la création de monnaie ou l'emploi des liquidités au profit des entreprises pour faciliter le financement du déficit budgétaire. A ceux qui objecteraient que les restrictions de crédit, édictées par les pouvoirs publics à l'encontre des entreprises ont pour but de financer l'« impasse budgétaire », c'est-à-dire en grande partie des investissements, sans augmenter les tendances inflationnistes, nous répondrons qu'en même temps cette politique aboutit à une immobilisation de liquidités par les entreprises pour la constitution de stocks, plus rémunérateurs que tout autre emploi en période de dépréciation monétaire. Or, toute diminution du volume des fonds propres disponibles entraîne une chute parallèle des projets d'investissements fixes des entreprises. Lutter effectivement contre l'inflation apparaît un fois de plus comme la condition essentielle d'une politique économique digne de ce nom. Enfin, supposé que l'impasse comprenne une fraction élevée de dépenses d'investissements *nets productifs*, il resterait encore à prouver, que ces transferts de capitaux opérés sous l'égide de l'Etat sont plus heureux que ceux qu'il s'est efforcé de réaliser dans d'autres domaines (par exemple les dépenses de sécurité sociale pour augmenter la part des salaires dans le revenu national).

## SOUS-TITRE II

---

### *L'EVOLUTION DU FINANCEMENT A MOYEN ET LONG TERME DES ENTREPRISES*

---

Au début du  $xx^e$  siècle, un critère très net — au moins sur le plan théorique — oppose les intermédiaires financiers chargés du financement à court terme des entreprises à ceux qui y contribuent à moyen ou à long terme. C'est la nature de leurs ressources; elle détermine celle des opérations, et leur échéance. Le système bancaire satisfait le besoin de trésorerie, par création de monnaie; les institutions financières redistribuent tout ou partie des épargnes collectées par elles, pour répondre au besoin durable de capitaux.

Cette distinction tranchée a perdu, aujourd'hui, beaucoup de sa valeur. L'étape essentielle de cette évolution, sur le plan juridique, a été l'admission au réescompte, à la fin de la seconde guerre mondiale, des effets représentatifs des crédits à moyen terme. Le système bancaire consacre désormais une fraction substantielle de ses ressources monétaires à des investissements fixes; les institutions financières utilisent l'épargne en voie de formation pour octroyer des prêts, mobilisables auprès des banques de dépôts et de la banque d'émission.

## CHAPITRE PREMIER

---

### L'ÉVOLUTION DU FINANCEMENT A MOYEN ET LONG TERME DES ENTREPRISES

---

Le crédit à moyen terme est, de nos jours, une institution définie, réglementée. Il n'en fut pas toujours de même, pendant longtemps, il eut une existence imprécise, empirique. Les principes de gestion que les banques se sont progressivement imposées au XIX<sup>e</sup> siècle ont souvent fléchi devant les exigences... de la vie économique. Ces établissements n'ignoraient pas que l'affectation de leurs dépôts à des emplois à court terme est la condition *sine qua non* du respect de leurs engagements. Et pourtant, les faillites bancaires répétées prouvent qu'elles n'échappaient pas à la nécessité ou au désir de financer, sur ressources monétaires, certains investissements. Et combien d'opérations de ce genre qui n'ont pas mené leurs auteurs à la banqueroute ! Les échéances, en effet, ne tombent pas toujours trop tard. Par ailleurs, l'histoire de la Banque de France révèle qu'elle n'a pas toujours estimé devoir refuser, automatiquement, les avances massives sur titres qui lui étaient demandées pour faire face aux retraits de dépôts immobilisés.

Le principe de la liquidité bancaire l'a cependant emporté ; c'est sous son influence que les principales sociétés de crédit réservèrent à des banques spécialisées les opérations dont elles ne pouvaient espérer un dénouement rapide. Toutefois, les habitudes ancien-

nes ne furent pas définitivement bannies, et elles ne pouvaient l'être. De nouveau, et sans le moindre inconvénient, la création de monnaie prenait rang parmi les moyens de financement des investissements, dans la mesure où les sociétés mères escomptaient les effets que leur présentaient leurs filiales, pour compléter les épargnes qu'elles avaient collectées en quantité insuffisante. En revanche, cette possibilité de recourir à l'aide des banques de dépôts, et surtout à celle de l'Institut d'émission fut longtemps refusée aux institutions financières fondées sous le patronage de l'Etat, au profit des entreprises par trop démunies de capitaux et de garanties.

### *Section première*

## LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

Pour diverses raisons, et en particulier par suite des lacunes des statistiques et de leur défaut de centralisation avant-guerre, nous n'étudierons que les relations entre les entreprises et les institutions financières traditionnellement appelées « organismes spécialisés », que ces relations prennent la forme de prêts, ou depuis quelque temps celle de crédits à moyen terme (1). A première vue, il ne semble pas que cette distinction, d'ordre formel, ait une grande portée. L'équilibre économique est également influencé dans les deux cas, puisqu'il s'agit d'un emploi de ressources d'épargne. En fait, cette modalité nouvelle, suivant laquelle les banques à statut légal spécial peuvent accorder leur concours, recèle une évolution de caractère essentiel lorsqu'on se place dans le cadre d'une étude de longue période ou que l'on adopte une conception dynamique.

### § 1. — L'ÉVOLUTION DES PRÊTS NON MOBILISABLES.

Les prêts non mobilisables constituent la forme originelle des concours accordés par les organismes spécialisés. Ceux-ci sont tenus personnellement du financement des engagements qu'ils ont pris ; le système bancaire ne peut leur remettre des liquidités en échange de leurs titres de créance. Cette unité formelle de l'action des ban-

(1) Crédits à moyen terme, financés par les organismes spécialisés, en ce qui ce chapitre.

ques à statut légal spécial faciliterait l'évaluation rétrospective des ressources, propres ou publiques redistribuées par elles, si une seule catégorie d'agents économiques en avait bénéficié. Or, les motifs qui ont inspiré le législateur, au moment de la constitution de ces intermédiaires ou au cours de leur existence, ont abouti à consacrer une solution contraire. Les conceptions mises en œuvre dans l'élaboration des rapports annuels ont eu davantage pour but de rendre compte aux Pouvoirs publics de la situation annuelle des opérations exécutées en application de chaque loi que de suivre l'évolution des prêts consentis à chaque catégorie d'agents suivant leur durée et la nature des fonds affectés à ces emplois. Les classifications administratives, juridiques, économiques se juxtaposent, se combinent de telle manière qu'il devient très difficile — pour le passé du moins — d'isoler l'ensemble des prêts accordés, aux titres les plus divers, aux entreprises sur fonds propres ou sur fonds publics.

#### A. — LES PRÊTS DU CRÉDIT NATIONAL (tableau V).

L'étude historique des prêts consentis aux entreprises, par le Crédit National (1), ne suppose aucune ventilation préalable des opérations financières de cet intermédiaire en fonction du groupe d'agents auquel appartient leur bénéficiaire. Il n'accorde, en effet, d'avances qu'aux entreprises (2). Leurs variations apparaissent chaque année, à la partie du bilan longtemps réservée aux prêts distribués par cet organisme sous sa propre responsabilité.

Le fait que les prêts soient soumis à ce régime juridique n'implique cependant pas un financement exclusif sur ressources propres (3). Les avances de l'Etat, jusqu'en 1948, étaient redistribuées aux seuls risques du Crédit National.

L'évolution respective de ces deux catégories de ressources n'a pu être déterminée que d'une manière très approximative pour la période antérieure à la guerre. Les données relatives aux années récentes sont extraites du Rapport annuel du Conseil National du Crédit.

(1) L'annexe consacrée au Crédit National dans les premiers rapports du Conseil national du crédit donne un excellent sommaire de l'histoire et de la nature des opérations de cet organisme spécialisé.

(2) Une ventilation parfaite aurait supposé l'élimination de quelques prêts, d'importance très limitée, aux entreprises de l'Union Française.

(3) Les « ressources propres » ou « ressources courantes » pour la période antérieure à la guerre sont les suivantes :

Le capital initial : 100 millions.

Les emprunts obligataires (250 m. pour le premier semestre 1932) ; (150 m. pour le deuxième semestre 1932).

Les réserves.

TABLEAU V

*Evolution de l'encours des prêts du Crédit National aux entreprises.*

En milliards de francs.

| Années     | Prêts réalisés aux risques<br>du Crédit National ou « Prêts directs » |                               |       | Prêts réalisés<br>aux risques du Trésor<br>ou « Prêts aux grandes<br>industries de base »<br>(Conv. du 31-12-1948,<br>art. 4) |
|------------|-----------------------------------------------------------------------|-------------------------------|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|            | Prêts<br>sur<br>ressources<br>courantes                               | Prêts<br>sur fonds<br>publics | Total |                                                                                                                               |
| 1920 ..... |                                                                       |                               | 0,031 |                                                                                                                               |
| 1921 ..... |                                                                       |                               | 0,256 |                                                                                                                               |
| 1922 ..... |                                                                       |                               | 0,354 |                                                                                                                               |
| 1923 ..... |                                                                       |                               | 0,417 |                                                                                                                               |
| 1924 ..... |                                                                       |                               | 0 458 |                                                                                                                               |
| 1925 ..... |                                                                       |                               | 0,474 |                                                                                                                               |
| 1926 ..... |                                                                       |                               | 0,498 |                                                                                                                               |
| 1927 ..... |                                                                       |                               | 0,521 |                                                                                                                               |
| 1928 ..... |                                                                       |                               | 0,487 |                                                                                                                               |
| 1929 ..... |                                                                       |                               | 0,527 |                                                                                                                               |
| 1930 ..... |                                                                       |                               | 0,682 |                                                                                                                               |
| 1931 ..... |                                                                       |                               | 0,800 |                                                                                                                               |
| 1933 ..... |                                                                       |                               | 1,017 |                                                                                                                               |
| 1934 ..... |                                                                       |                               | 1,016 |                                                                                                                               |
| 1935 ..... |                                                                       |                               | 0,997 |                                                                                                                               |
| 1936 ..... |                                                                       |                               | 0,949 |                                                                                                                               |
| 1937 ..... |                                                                       |                               | 1,001 |                                                                                                                               |
| 1938 ..... |                                                                       |                               | 1,181 |                                                                                                                               |
| 1939 ..... |                                                                       |                               | 1,549 |                                                                                                                               |
| 1945 ..... |                                                                       |                               | 1,781 |                                                                                                                               |
| 1946 ..... |                                                                       |                               | 1,7   |                                                                                                                               |
| 1947 ..... |                                                                       |                               | 2,8   |                                                                                                                               |
| 1948 ..... |                                                                       |                               | 6,9   |                                                                                                                               |
| 1948 ..... |                                                                       |                               | 15,8  |                                                                                                                               |
| 1949 ..... | 23                                                                    | 10                            | 33    | 6                                                                                                                             |
| 1950 ..... | 29                                                                    | 26                            | 55    | 26                                                                                                                            |
| 1951 ..... | 38                                                                    | 43                            | 81    | 45                                                                                                                            |
| 1952 ..... | 45                                                                    | 58                            | 103   | 74                                                                                                                            |
| 1953 ..... | 47                                                                    | 80                            | 127   | 91                                                                                                                            |
| 1954 ..... | 54                                                                    | 93                            | 147   | 112                                                                                                                           |
| 1955 ..... | 69                                                                    | 100                           | 169   | 120                                                                                                                           |
| 1956 ..... | 91                                                                    | 107                           | 198   | 129                                                                                                                           |
| 1957 ..... | 118                                                                   | 100                           | 218   | 143                                                                                                                           |
| 1958 ..... | 130                                                                   | 108                           | 238   | 143                                                                                                                           |

Sources : De 1920 à 1939 : Rapport annuel de l'Assemblée générale des actionnaires.

De 1945 à 1958 : Annexe n° 34 au Rapport annuel du Conseil national du crédit.

Note : Prêts sur fonds publics = prêts sur fonds du F.D.E.S., à l'exclusion des avances faites par le Trésor, avant-guerre.

Un dernier problème méthodologique reste à résoudre.

Faut-il tenir compte des prêts réalisés aux risques du Trésor depuis 1949, en vertu de la Convention du 31 décembre 1948, pour apprécier l'évolution de l'activité du Crédit National ? Nous ne le pensons pas, et pour plusieurs raisons. La constitution de cet intermédiaire a pour but de faciliter le financement des entreprises qui ne peuvent recourir au marché financier parce qu'elles ne sont point soumises au statut des sociétés anonymes ou parce que leur manque de surface rendrait incertaine l'issue d'une émission publique, ou encore par suite du coût trop élevé d'un emprunt obligataire peu important, etc. En revanche, les avances du Trésor, faites en vertu de la Convention de 1948, sont redistribués aux « Grandes industries de base » pour des raisons différentes et aux risques de l'Etat. Les divers documents, qui retracent ces deux groupes d'opérations, les présentent distinctement et tendent à les rattacher aux autres concours accordés par le Trésor sans utiliser les services d'un intermédiaire. Mais, pour éviter une lacune éventuelle, nous avons mentionné ces prêts, dans le tableau récapitulatif n° V réservé au Crédit National, sans en tenir compte dans le résumé suivant.

En milliards de francs.

| Années                         | Evolution de l'encours des « Prêts directs »<br>du Crédit National |           |        |
|--------------------------------|--------------------------------------------------------------------|-----------|--------|
|                                | Francs courants                                                    | Francs 38 | Indice |
| 1913 .....                     | —                                                                  | —         | —      |
| 1921 .....                     | 0,256                                                              | 0,46      | 29     |
| 1929 .....                     | 0,527                                                              | 0,5       | 31     |
| 1932 (1 <sup>er</sup> maximum) | 1,017                                                              | 1,6       | 100    |
| 1938 .....                     | 1,549                                                              | 1,55      | 100    |
| 1949 .....                     | 33                                                                 | 1,65      | 106    |
| 1950 .....                     | 55                                                                 | 2,75      | 172    |
| 1955 .....                     | 169                                                                | 6,76      | 436    |
| 1956 .....                     | 198                                                                | 7,92      | 511    |
| 1957 .....                     | 218                                                                | 7,63      | 492    |
| 1958 .....                     | 238                                                                | 7,4       | 479    |

Ce tableau ne nous semble pas exiger de longs commentaires. Dans une première phase, la progression rapide des prêts aux entreprises à laquelle on aurait pu s'attendre, de la part d'un organisme nouveau, en pleine croissance, a été freinée par l'inflation, puis par la Dépression. L'augmentation du volume des ressources, en francs courants, collectées par le Crédit National a servi pour partie à compenser la dépréciation des capitaux qui faisaient l'objet d'amortissements annuels. Ensuite, la crise économique a suscité un ralen-

tissement et même un déclin des prêts. Ce retard a été très largement comblé ces dernières années.

L'évolution de l'activité du Crédit National, relative au financement des entreprises, se caractérise donc par une transformation « structurelle », c'est-à-dire par un élargissement sensible de son champ d'action par rapport à celui des autres institutions et mécanismes économiques.

#### B. — LES PRÊTS DES CAISSES DE CRÉDIT AGRICOLE (tableau VI).

L'élaboration d'une série statistique complète des prêts accordés par l'ensemble des caisses de Crédit agricole (1) aux exploitations rurales s'avère infiniment plus complexe que pour le Crédit National. Les conceptions mises en œuvre dans le Rapport sur l'Activité du Crédit Agricole Mutuel présenté au Président de la République ou dans les Rapports de la Caisse Nationale et des Caisses Régionales ne permettent pas une ventilation précise des opérations de ces intermédiaires en fonction, du groupe d'agents économiques qui en bénéficient ou de la nature des ressources utilisées, ou de la durée des prêts.

Il va sans dire que, dans ces conditions, les ventilations croisées (par exemple : prêts à moyen terme aux exploitations agricoles sur ressources publiques) exigeraient des recherches encore plus longues, et vouées souvent à l'insuccès comme nous avons eu l'occasion de le constater... Des simplifications sont inévitables. Elles sont loin de priver le flux de tout caractère représentatif.

Pour la période 1920-1939, nous avons recensé les deux principales catégories de prêts aux entreprises : les prêts individuels et collectifs à moyen terme, et les prêts individuels à long terme.

— Les prêts individuels à moyen terme sont les prêts aux exploitations agricoles individuelles.

— Les prêts collectifs à moyen terme sont les prêts aux sociétés coopératives, centres de production entrant dans notre sujet.

— Les prêts individuels à long terme ont pour but de faciliter l'acquisition, la transformation des petites exploitations et, accessoirement, l'amélioration des bâtiments d'habitation.

Ces rubriques, de caractère très général, procèdent du regroupement de postes détaillés, postes portés de façon très incomplète à la connaissance du public. Les rapports ont davantage pour but de

(1) Nous renvoyons également à l'annexe du Rapport du Conseil National du Crédit pour un exposé sommaire, mais complet, de l'histoire et des opérations financières effectuées par l'ensemble hiérarchisé des caisses de Crédit Agricole.

rendre compte de la conformité des opérations à la volonté du législateur que de nous renseigner sur les divers types de prêts distribués aux entreprises suivant telle ou telle modalité de financement. En conséquence, le flux obtenu est à la fois trop large parce qu'il comprend des prêts aux ménages (pour la construction d'habitations) et trop étroit, parce qu'il néglige certains concours à l'économie dite productive. Ce flux n'en est pas moins très proche de la réalité ; l'écart ne dépasse pas 10 %.

Pour la période 1945-1958, la série statistique soulève aussi quelques critiques. Bien qu'élaborée par le Conseil National du Crédit, elle ne donne pas la valeur exacte des prêts des Caisses de crédit agricole aux exploitations rurales. Cette insuffisance provient de ce que le Conseil National du Crédit, était parvenu à déterminer les opérations avec les collectivités publiques, considère, en raison des lacunes statistiques, que le solde des prêts à moyen et long terme non mobilisables a trait au seul secteur productif. Le flux obtenu, comptabilisant aussi des avances à la construction de logements, est donc supérieur, d'environ 10 à 15 %, aux flux réel.

Le rapprochement des deux séries statistiques, l'une relative à la période 1920-1939, l'autre aux années 1945-1958, sans être aussi satisfaisant qu'on le souhaiterait, ne présente guère d'inconvénient grave. Il y a presque identité des chiffres soumis dans les deux séries lorsqu'on se limite aux exercices qui ont suivi la Libération où l'activité des Caisses de crédit agricole a subi peu de modifications par rapport à l'avant-guerre.

Les statistiques caractéristiques de l'évolution de l'activité du Crédit Agricole sont extraite du tableau VI présentant la série complète des prêts, depuis la fondation de la Caisse Nationale de Crédit Agricole Mutuel.

En milliards de francs.

| Années                       | Encours des prêts aux exploitations agricoles |                           |        |
|------------------------------|-----------------------------------------------|---------------------------|--------|
|                              | Milliards de francs<br>courants               | Milliards de francs<br>38 | Indice |
| 1920 .....                   | 0,02                                          | 0,03                      | 2      |
| 1929 .....                   | 0,94                                          | 0,95                      | 60     |
| 1933 (1 <sup>er</sup> maxim) | 2 04                                          | 3,5                       | 220    |
| 1938 .....                   | 1,57                                          | 1,57                      | 100    |
| 1950 .....                   | 30                                            | 1,5                       | 95     |
| 1956 .....                   | 215                                           | 8,6                       | 547    |
| 1958 .....                   | 357                                           | 11                        | 700    |

TABLEAU VI

*Evolution de l'encours des principaux prêts  
des Caisses de Crédit Agricole aux exploitations rurales.*

En milliards de francs.

| Années     | Prêts individuels et collectifs à moyen terme | Prêts individuels à long terme | Total des prêts recensés suivant la conception de l'auteur | Total des prêts recensés suivant la conception du Conseil du Crédit National | Evolution des principaux prêts aux exploitations agricoles |
|------------|-----------------------------------------------|--------------------------------|------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| 1920 ..... | 0,003                                         | 0,02                           | 0,02                                                       |                                                                              | 0,2                                                        |
| 1921 ..... | 0,007                                         | 0,04                           | 0,04                                                       |                                                                              | 0,04                                                       |
| 1922 ..... | 0,015                                         | 0,09                           | 0,10                                                       |                                                                              | 0,10                                                       |
| 1923 ..... | 0,03                                          | 0,14                           | 0,17                                                       |                                                                              | 0,17                                                       |
| 1924 ..... | 0,05                                          | 0,20                           | 0,25                                                       |                                                                              | 0,25                                                       |
| 1925 ..... | 0,09                                          | 0,24                           | 0,33                                                       |                                                                              | 0,33                                                       |
| 1926 ..... | 0 13                                          | 0,28                           | 0,41                                                       |                                                                              | 0,41                                                       |
| 1927 ..... | 0,19                                          | 0,33                           | 0,52                                                       |                                                                              | 0 52                                                       |
| 1928 ..... | 0,28                                          | 0,37                           | 0 65                                                       |                                                                              | 0,65                                                       |
| 1929 ..... | 0,44                                          | 0 50                           | 0 94                                                       |                                                                              | 0 94                                                       |
| 1930 ..... | 0,60                                          | 0,68                           | 1,28                                                       |                                                                              | 1,28                                                       |
| 1931 ..... | 0,78                                          | 0,87                           | 1,65                                                       |                                                                              | 1,65                                                       |
| 1932 ..... | 0,96                                          | 1,02                           | 1,98                                                       |                                                                              | 1,98                                                       |
| 1933 ..... | 0,96                                          | 1,08                           | 2,04                                                       |                                                                              | 2,04                                                       |
| 1934 ..... | 0,83                                          | 1,07                           | 1,90                                                       |                                                                              | 1,90                                                       |
| 1935 ..... | 0,73                                          | 1,02                           | 1,75                                                       |                                                                              | 1,75                                                       |
| 1936 ..... | 0,66                                          | 0,99                           | 1,65                                                       |                                                                              | 1,65                                                       |
| 1937 ..... | 0,64                                          | 0,97                           | 1,61                                                       |                                                                              | 1,61                                                       |
| 1938 ..... | 0,62                                          | 0,95                           | 1,57                                                       |                                                                              | 1,57                                                       |
| 1939 ..... | 0,60                                          | 0,95                           | 1,55                                                       |                                                                              | 1,55                                                       |
| .....      |                                               |                                |                                                            |                                                                              |                                                            |
| 1945 ..... | 2,9                                           | 0,6                            | 3,5                                                        | 4                                                                            | 3 7                                                        |
| 1946 ..... | 7                                             | 1                              | 8                                                          | 8                                                                            | 8                                                          |
| 1947 ..... | 10,5                                          | 1,9                            | 12 4                                                       | 13                                                                           | 13                                                         |
| 1948 ..... | 14                                            | 3,2                            | 17,2                                                       | 19                                                                           | 19                                                         |
| 1949 ..... | 21                                            | 5 1                            | 26 1                                                       | 26                                                                           | 26                                                         |
| 1950 ..... | 28,4                                          | 7,3                            | 35 7                                                       | 30                                                                           | 30                                                         |
| 1951 ..... | 41,1                                          | 9                              | 50,1                                                       | 58                                                                           | 58                                                         |
| 1952 ..... | 42 8                                          | 12,4                           | 55 2                                                       | 73                                                                           | 73                                                         |
| 1953 ..... | 49,6                                          | 14,8                           | 64,4                                                       | 95                                                                           | 95                                                         |
| 1954 ..... | 59,3                                          | 19,8                           | 79,1                                                       | 119                                                                          | 119                                                        |
| 1955 ..... | 82,7                                          | 31,9                           | 114,1                                                      | 158                                                                          | 158                                                        |
| 1956 ..... | 123,7                                         | 46,7                           | 170,4                                                      | 215                                                                          | 215                                                        |
| 1957 ..... | 186,8                                         |                                |                                                            | 294                                                                          | 294                                                        |
| 1958 ..... |                                               |                                |                                                            | 357                                                                          | 357                                                        |

Sources : De 1920 à 1958, pour les colonnes 1, 2, 3, Rapport sur l'Activité du Crédit Agricole Mutuel présenté au Président de la République.  
De 1945 à 1958, annexe n° 34 au 13<sup>e</sup> Rapport annuel du Conseil National du Crédit.

La progression des prêts du Crédit agricole, de 1920 à 1938, est nettement plus accentuée que celle des opérations du Crédit National. Et cependant ces deux organismes spécialisés ont été fondés à la même époque, respectivement en 1919 et en 1920 (1). Ce manque de parallélisme résulte de ce que le Crédit National, société privée, a bénéficié en une seule fois, en plus de ses ressources propres, de l'ouverture d'un important compte d'avances auprès du Trésor ; au contraire, le Crédit agricole n'a reçu que peu à peu les fonds que le législateur mettait à sa disposition. A la veille de la guerre, les deux intermédiaires financiers se trouvaient dans une situation comparable : leur concours à l'industrie, à l'agriculture était de même importance. Il y a lieu cependant de remarquer que les fonds publics jouaient un rôle plus grand dans les opérations financières de la Caisse nationale de Crédit Agricole (2).

De 1945 à 1950, une évolution inverse avait semblé devoir l'emporter. Mais depuis quelques années, le volume croissant des épargnes collectées par le Crédit agricole, auprès des agents économiques privés, lui a permis d'augmenter très sensiblement le volume de ses prêts aux entreprises et même d'avoir, en ce domaine, une activité sensiblement supérieure à celle du Crédit National.

De nos jours, la participation de ces deux organismes spécialisés au financement des investissements des entreprises industrielles, agricoles ne présente guère de différence, en ce qui concerne leurs prêts non mobilisables consentis sous leur propre responsabilité, à l'aide de ressources non monétaires.

#### C. — LES PRÊTS DE LA CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS. (Tableau VII)

L'intervention de la Caisse des Dépôts et Consignations dans la distribution du crédit à moyen terme remonte à 1931. A cette époque, les banques ne peuvent présenter un réescompte de l'Institut d'émission les effets représentatifs des prêts consentis aux entreprises. Afin de favoriser leur développement, la C.D.C. accepte de prendre en pension les titres qui constatent ces avances. Ces opérations ne répondent pas strictement à la définition des prêts non mobilisables puisqu'elles ont éventuellement donné naissance, dans un premier stade,

(1) Le développement des prêts du Crédit Agricole coïncide avec la fondation de la Caisse Nationale de Crédit Agricole en 1920.

(2) Deux emprunts ont été lancés avant guerre par la C.N.C.A., l'un en 1933, l'autre en 1934 qui lui ont procuré chacun 204 millions.

à une création de monnaie scripturale. Mais le fait qu'il soit impossible de présenter utilement ces effets à la Banque de France, nous oblige, si on veut les classer, à les compter au nombre des prêts sur ressources d'épargne, à partir du moment où ils son entrés dans le portefeuille de la C.D.C.

Le tableau VII présente surtout un intérêt historique. Il est délicat de porter un jugement sur l'évolution de cette catégorie de prêts accordés par la C.D.C. ; ils correspondent à un pourcentage trop réduit

TABLEAU VII

*Evolution de l'encours des prêts  
de la Caisse des Dépôts et Consignations  
pour l'achat de biens d'équipement.*

En milliards de francs.

| Années     | Montant de l'encours |           |
|------------|----------------------|-----------|
|            | Francs courants      | Francs 38 |
| 1931 ..... | 0,379                | 0,500     |
| 1932 ..... | 0,215                |           |
| 1933 ..... | 0,073                |           |
| 1934 ..... | 0,019                |           |
| 1935 ..... | 0,025                |           |
| 1936 ..... | 0,020                | 0,178     |
| 1937 ..... | 0,027                |           |
| 1938 ..... | 0,178                |           |
| 1939 ..... | 0,022                |           |
| 1945 ..... | 1                    | 0,15      |
| 1946 ..... | 1                    |           |
| 1947 ..... | 2                    |           |
| 1948 ..... | 2                    |           |
| 1949 ..... | 3                    |           |
| 1950 ..... | 7                    | 0,7       |
| 1951 ..... | 6                    |           |
| 1952 ..... | 9                    |           |
| 1953 ..... | 15                   |           |
| 1954 ..... | 18                   |           |
| 1955 ..... | 28                   | 1,1       |
| 1956 ..... | 39                   | 1,6       |
| 1957 ..... | 75                   | 2,6       |
| 1958 ..... | 141                  | 4,4       |

Sources : Rapports annuels de la C.D.C. pour les années 1931 à 1939.

Rapports annuels du Conseil National du Crédit pour les années 1947 à 1958 ; Annexe n° 34 au 13<sup>e</sup> Rapport annuel.

Note : De 1931 à 1939, il n'a pas été tenu compte des opérations immobilières de la C.D.C.

De 1947 à 1958, il n'a pas été tenu compte des opérations à court terme de la C.D.C.

de ses emplois pour qu'il soit possible d'apprécier dans quelle mesure il a pu ou voulu faciliter le financement des entreprises. Il importe seulement de remarquer que jusqu'en 1957 son intervention, en ce domaine, n'a pas atteint grande ampleur, même si l'on tient compte de l'autre forme de son concours aux entreprises : l'escompte d'effets à moyen terme bancables (1).

Les trois organismes spécialisés passés en revue ne sont pas les seuls intermédiaires financiers qui participent à la redistribution des ressources d'épargne au secteur productif. L'intervention des Compagnies d'assurances, celle du Crédit Foncier sont anciennes.

Les premières exigeraient vraisemblablement des recherches très longues ; lorsque leurs opérations ont donné lieu à diverses synthèses, celles-ci ne répondent pas à l'objet de nos recherches. Pour la période antérieure à la seconde guerre mondiale, il faudrait dépouiller leurs bilans et, il y aurait intérêt à ce que ce travail adopte une optique plus large, recense plusieurs aspects de l'activité des compagnies d'assurances. L'aridité de ce genre d'investigation serait au moins compensé par l'étendue des résultats obtenus.

En revanche, il ne semble pas possible de déterminer, *a posteriori*, les opérations du Crédit Foncier au profit des entreprises. La seule ventilation présentée par les rapports annuels concerne le caractère urbain ou rural des garanties données par les emprunteurs. Elles sont du même ordre de grandeur. En admettant comme certains, qu'il y a jusqu'en 1939, une liaison assez étroite entre la nature des biens hypothéqués et l'activité professionnelle des emprunteurs, et que ceux-ci affectent un peu plus du tiers des ressources obtenues à leurs entreprises (2), on peut avoir une idée approximative de l'évolution des prêts du Crédit Foncier au secteur productif en consultant la statistique rétrospective publiée dans l'annuaire de la S.G.F.

L'augmentation du volume des prêts non mobilisables, consentis par les organismes spécialisés, rencontre une double limite. L'utilisation complète de leurs ressources se heurte à la nécessité de conserver un volant de trésorerie pour faire face aux engagements contractés à l'égard de leurs emprunteurs et de leurs prêteurs. Et surtout, leurs avances sont fonction des capitaux qu'elles ont collectés auprès des agents économiques (Particuliers et Etat). Dans ces conditions, la

- (1) Encours des crédits et des prêts accordés par la C.D.C. en 1958 : ,
- aux entreprises « équipement » : prêts : 141 M. + effets à M.T. : 6 M.
- aux ménages « construction » prêts : 258 M + effets à M.T. : 39 M.
- aux administrations « collectivités publiques » : prêts : 760 M.

Toutefois certains prêts à la construction sont accordés aux entreprises ; il s'agit des prêts aux sociétés immobilières qui n'entrent pas dans notre sujet.

(2) La proportion serait plus élevée dans le secteur agricole que dans le secteur industriel.

possibilité de transférer, en cas de besoin, leurs titres de créances à un autre intermédiaire financier, détenteur du pouvoir monétaire, constitue le moyen technique, par excellence, pour eux de développer leurs prêts.

§ 2. — L'ÉVOLUTION DES PRÊTS MOBILISABLES.

Les prêts mobilisables des organismes spécialisés procèdent de l'autorisation, donnée successivement à chacun d'entre eux, de prendre en pension les effets représentatifs des crédits à moyen terme consentis par les banques de dépôts. Comme leurs ressources étaient limitées, il leur fut permis, à partir de 1944, de se décharger du financement de ces effets en les portant au réescompte de la Banque de France. Ils n'ont point négligé cette facilité. En conséquence, le volume des prêts mobilisables aux entreprises, financés par les organismes spécialisés, n'a guère atteint une grande ampleur, et ses variations dépendent essentiellement du comportement de la Caisse des Dépôts et Consignations. Celle-ci n'a consacré à cet emploi qu'une très faible fraction de ses disponibilités.

TABLEAU VIII  
*Evolution de l'encours des prêts mobilisables  
à l'équipement accordés aux entreprises  
et financés par les organismes spécialisés.*

En milliards de francs.

| Années   | C.C.A. | C.N. | C.D.C. | E.F. | C.C.M. | C.F.F. | Total | Variations |
|----------|--------|------|--------|------|--------|--------|-------|------------|
| 1945.... | —      | —    | —      | —    | —      | —      | —     | —          |
| 1946.... | 1      | 1    | —      | —    | —      | —      | 2     | + 2        |
| 1947.... | 3      | 3    | —      | —    | —      | —      | 6     | + 4        |
| 1948.... | 5      | 7    | 6      | —    | —      | —      | 18    | + 12       |
| 1949.... | 6      | 6    | 4      | —    | —      | —      | 16    | — 2        |
| 1950.... | 6      | 7    | 47     | —    | —      | —      | 60    | + 44       |
| 1951.... | 9      | 8    | 37     | —    | —      | —      | 54    | — 6        |
| 1952.... | 4      | 7    | 5      | —    | —      | —      | 16    | — 38       |
| 1953.... | 8      | 8    | 44     | 1    | —      | —      | 61    | + 45       |
| 1954.... | 9      | 13   | 34     | 2    | —      | —      | 58    | — 3        |
| 1955.... | 11     | 10   | 7      | 2    | —      | —      | 30    | — 28       |
| 1956.... | 8      | 7    | 5      | 3    | —      | —      | 23    | — 7        |
| 1957.... | 12     | 8    | 5      | 2    | 2      | —      | 29    | + 6        |
| 1958.... | 12     | 12   | 6      | 2    | 0      | 23     | 55    | + 26       |

Sources : Annexe n° 34 au 13<sup>e</sup> Rapport annuel du Conseil National du Crédit.  
Note : C.C.A. : Caisse de Crédit Agricole.  
C.N. : Crédit National.  
C.D.C. : Caisse des Dépôts et Consignations.  
E.F. : Etablissements financiers.  
C.C.F. : Crédit Foncier de France.  
C.C.M. : Caisse de Consolidation et de Mobilisation des Crédits à moyen terme.

Le tableau VIII retrace l'évolution de l'encours des prêts mobilisables à l'équipement, financés par les organismes spécialisés, à l'exclusion des opérations effectuées éventuellement avec les diverses catégories de sociétés immobilières.

La technique des effets mobilisables n'a pas été à l'origine d'un développement sensible des prêts des organismes spécialisés dans la mesure où ceux-ci ont dû nourrir eux-mêmes ces crédits d'investissements. Une évolution analogue caractérise les opérations des banques privées spécialisées, depuis la fin de la guerre 1914, dans la distribution des crédits à moyen terme.

## *Section II*

### LES BANQUES PRIVEES SPECIALISEES DANS LA DISTRIBUTION DES CREDITS A MOYEN TERME

Les banques de dépôts, sans parler des banques d'affaires, ont toujours eu tendance à consentir à leurs clients des crédits dont les délais de remboursement dépassaient nettement la limitation qu'aurait exigé une application stricte, trop stricte, des principes de la liquidité du système bancaire. Ces concours prolongés aux entreprises revêtaient des formes très diverses, qui, toutes, étaient assez peu satisfaisantes pour les prêteurs et les emprunteurs. La crainte d'une immobilisation ne permettait pas aux banques d'accorder une aide durable, assortie d'une échéance certaine. De leur côté, les entrepreneurs étaient, dans une assez large mesure, à la merci d'une demande anticipée de remboursement sur le terme qu'ils pouvaient espérer. Pour pallier ce double inconvénient, les sociétés de crédit ont créé de nouveaux établissements, spécialisés dans les opérations exigeant une immobilisation de fonds. Le rapport présenté par la Société Anonyme de Crédit à l'Industrie Française, à la première assemblée générale de ses actionnaires, résume les préoccupations qui ont motivé sa constitution : « On ne pouvait, en effet, attendre des établissements travaillant spécialement avec des dépôts à vue ou à très court terme, qu'ils consentissent à financer, au moyen de ressources essentiellement mobiles, des opérations pouvant comporter d'assez longues immobilisations. L'artifice consistant à décomposer le crédit, nécessité pendant peut-être plusieurs années, en une série de crédits courts, successivement renouvelés, ne comportait pas une solution satisfaisante au problème : il laissait l'intéressé dans l'ignorance des conditions de renouvellement..., pour instaurer une véritable politique de crédit à moyen terme, il faut... pouvoir garantir

la permanence du concours financier. Ceci suppose que l'établissement bancaire... soit lui-même en possession de ressources présentant un caractère de stabilité suffisante.» Cette condition ne peut être remplie que si les prêts sont accordés sur des ressources d'épargne, collectées pour une durée au moins égale à celle des emplois dont elles seront à l'origine. Celles-ci sont constituées par le capital de la société, ses émissions de bons ou d'obligations et ses profits non distribués.

### § 1. — LA MÉTHODE D'ÉLABORATION DES STATISTIQUES.

Il n'existe pas, à notre connaissance, d'étude sur le volume des crédits distribués par les banques privées, spécialisées dans le financement à long terme des entreprises. Nous avons donc procédé au dépouillement des bilans de ces établissements, depuis leur origine jusqu'à la veille de la seconde guerre mondiale. Pour la période postérieure, la Commission de contrôle des banques n'opère pas de distinction entre l'activité de ces établissements et celle, plus récente, des banques de dépôts. Nous examinerons donc en commun les opérations de ces deux groupes d'intermédiaires, après 1938, dans les développements consacrés aux emplois, à moyen terme, sur ressources monétaires.

Les banques privées spécialisées, avant guerre, dans la distribution du Crédit à moyen terme aux entreprises, sont les suivantes :

- l'Association Financière pour le Commerce et l'Industrie ;
- l'Union pour le Crédit à l'Industrie Nationale (U.C.I.N.A.) ;
- la Société Auxiliaire de Gestion et d'Avances ;
- la Société Anonyme de Crédit à l'Industrie (C.A.L.I.F.) ;
- l'Union des Banques Régionales (U.B.R.) ;
- l'Union des banques Régionales (U.B.R.) ;
- l'Omnium Financière pour l'Industrie Nationale.

Le dépouillement de leurs bilans n'offrait pas de difficultés particulières. Les annexes 17 à 24 établies pour chaque établissement retracent l'évolution de leurs emplois à long terme sous la forme d'« effets non bancables », d'avances en « comptes courants débiteurs » et d'« avances garanties », etc. Nous avons mentionné les effets réescomptés auprès de la société mère. Ceux-ci n'ont atteint quelque ampleur que pour l'U.C.I.N.A., surtout en 1930 ; les effets réescomptés par cet établissement, auprès du Crédit Lyonnais et du Comptoir National d'Escompte, s'élèvent alors à 319 millions.

TABLEAU IX

*Evolution de l'encours des crédits à moyen terme  
distribués aux entreprises par les banques privées spécialisées  
de 1919 à 1938.*

En millions de francs courants.

| Années     | Encours des crédits<br>à moyen terme distribués<br>aux entreprises | Dont crédits réescomptés<br>par les banques de dépôts<br>(Crédit Lyonnais, C.N.E.,<br>etc.) |
|------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1919 ..... | 3,2                                                                |                                                                                             |
| 1920 ..... | 15 9                                                               |                                                                                             |
| 1921 ..... | 18,9                                                               |                                                                                             |
| 1922 ..... | 29,6                                                               | 9,1                                                                                         |
| 1923 ..... | 36,5                                                               | 16,6                                                                                        |
| 1924 ..... | 70,3                                                               | 42,7                                                                                        |
| 1925 ..... | 91,5                                                               | 43,7                                                                                        |
| 1926 ..... | 90,5                                                               | 53,8                                                                                        |
| 1927 ..... | 80,1                                                               | 16,7                                                                                        |
| 1928 ..... | 128,8                                                              | 51,4                                                                                        |
| 1929 ..... | 461,7                                                              | 108 9                                                                                       |
| 1930 ..... | 1.097,2                                                            | 322,7                                                                                       |
| 1931 ..... | 1.044,6                                                            | 103                                                                                         |
| 1932 ..... | 967,7                                                              | 47,8                                                                                        |
| 1933 ..... | 837,3                                                              | 32,2                                                                                        |
| 1934 ..... | 719                                                                | 44                                                                                          |
| 1935 ..... | 549 2                                                              | 58,6                                                                                        |
| 1936 ..... | 550,1                                                              | 65,1                                                                                        |
| 1937 ..... | 463,3                                                              | 54                                                                                          |
| 1938 ..... | 449 7                                                              | 37,6                                                                                        |
| 1939 ..... | 473,4                                                              | 42                                                                                          |

## § 2. — APPRÉCIATION.

Un premier tableau (tableau IX) donne l'évolution, année par année, des crédits à moyen terme distribués aux entreprises ; un second permet de suivre les principales étapes de cette forme d'aide accordée aux centres de production.

*Evolution de l'encours des prêts à moyen terme  
des banques privées spécialisées.*

En milliards de francs.

| Années     | Francs courants | Francs 38 | Indice |
|------------|-----------------|-----------|--------|
| 1920 ..... | 0,016           | 0,02      | 4      |
| 1929 ..... | 0,462           | 0 470     | 100    |
| 1930 ..... | 1,037           | 1,3       | 289    |
| 1938 ..... | 0,450           | 0,450     | 100    |

L'activité des banques privées, spécialisées dans la distribution des prêts aux entreprises, a connu un taux de croissance élevé jusqu'au moment où la Grande Dépression a atteint l'économie française. La chute des encours pendant la période suivante tient surtout à une diminution des demandes des entreprises, et accessoirement à la prudence accrue des banques à la suite des difficultés économiques.

Nous avons classé l'ensemble de ces opérations parmi les emplois à long terme sur ressources d'épargne. La précision donnée quelques lignes auparavant tend à infirmer cette solution ; une partie des prêts donne lieu à un réescompte. Mais l'erreur n'en demeure pas moins négligeable. D'une part, on peut considérer que les papiers portés par les banques de dépôts étaient financés sur leurs ressources propres (capital, etc.), d'autre part, les banques privées spécialisées ont participé au financement des entreprises, sous une autre forme, qu'il ne nous a pas été possible d'évaluer. Plusieurs de ces intermédiaires ont souscrit à diverses émissions publiques d'actions ou d'obligations industrielles. L'amortissement financier presque automatique de ces titres fait perdre toute signification aux rubriques du bilan qui en indiquent la valeur.

Les banques privées spécialisées dans la distribution du crédit à moyen terme ont poursuivi l'activité qu'elles exerçaient avant-guerre. Mais la valeur des effets conservés en portefeuille est sans comparaison avec celle des titres détenus par les banques de dépôts et l'Institut d'émission ; l'annexe consacrée à l'U.C.I.N.A. (1920-1956) permet de s'en rendre compte.

## CHAPITRE II

---

### L'ÉVOLUTION DU FINANCEMENT A MOYEN TERME DES ENTREPRISES SUR RESSOURCES MONÉTAIRES

---

Telle qu'elle se manifeste aujourd'hui, la participation du système bancaire au financement des investissements productifs est certainement un fait nouveau, tant en ce qui concerne sa forme que son importance. Mais nous ne croyons pas cependant qu'il faille sous-estimer l'affectation des ressources monétaires aux emplois durables jusqu'à « l'institutionnalisation » du crédit à moyen terme. Déjà nous avons eu l'occasion d'évoquer cette question. Les avances sur titres de la Banque Centrale, les avances en comptes courants des banques de dépôts ont souvent eu pour but de faciliter les projets d'expansion des entreprises. L'innovation réside peut-être davantage dans la fixation d'une échéance fixe pour le remboursement des avances bancaires que dans le volume de la monnaie fiduciaire et scripturale créée de nos jours pour susciter l'extension des entreprises. Cette opinion se trouverait confirmée par l'étude que nous avons faite de l'évolution des crédits à court terme accordés aux entreprises, si nos résultats pour la période ancienne n'étaient pas trop incertains; les informations assez précises dont nous disposons à partir de 1938 tendent à vérifier notre affirmation, compte tenu de l'augmentation de la production.

*Section première*

## LES SOURCES STATISTIQUES

Les statistiques du tableau X sont extraites du Rapport annuel du Conseil National du Crédit. Elles ne sont pas parfaitement adaptées à l'objet de nos recherches. Elles répondent à une conception trop étroite, dans la mesure, où l'on entendrait retenir les crédits bancaires à moyen terme accordés aux sociétés immobilières. Mais, comme nous croyons qu'il y a lieu de négliger ces opérations, dans le cadre de notre sujet de thèse, cette statistique représente, à quelques pour cents près, le montant des crédits d'investissements distribués aux entreprises métropolitaines.

TABLEAU X

*Evolution de l'encours des crédits à moyen terme  
accordés aux entreprises et financés par le système bancaire.*

En milliards de francs.

| Années     | Banques | Banque<br>de France | Total              |           | Variations |
|------------|---------|---------------------|--------------------|-----------|------------|
|            |         |                     | Francs<br>courants | Francs 38 |            |
| 1945 ..... | 6       | —                   | 6                  | 1,6       | + 6        |
| 1946 ..... | 21      | —                   | 21                 | 3,1       | + 15       |
| 1947 ..... | 68      | 2                   | 70                 | 7         | + 49       |
| 1948 ..... | 81      | 11                  | 92                 | 5,5       | + 22       |
| 1949 ..... | 59      | 97                  | 156                | 7,8       | + 64       |
| 1950 ..... | 75      | 59                  | 134                | 6,7       | — 22       |
| 1951 ..... | 40      | 145                 | 185                | 7,4       | + 51       |
| 1952 ..... | 93      | 250                 | 343                | 13,7      | +158       |
| 1953 ..... | 156     | 230                 | 386                | 15,4      | + 43       |
| 1954 ..... | 137     | 273                 | 410                | 16,4      | + 24       |
| 1954 ..... | 165     | 267                 | 432                | 17,3      | + 22       |
| 1956 ..... | 54      | 443                 | 497                | 19,9      | + 65       |
| 1957 ..... | 57      | 578                 | 635                | 22,2      | +138       |
| 1958 ..... | 63      | 692                 | 755                | 23,4      | +120       |

Source : Rapport annuel du Conseil National du Crédit. Année 1958, annexe n° 33, p. 113.

Note : Evolution de l'encours des crédits à l'équipement, à l'exclusion des crédits à l'exportation.

*Section II*

## APPRECIATION

La consécration du crédit à moyen terme comme procédé nouveau de financement a influencé de façon très sensible la composition du portefeuille de la Banque de France. Alors qu'à l'origine on espérait ne devoir réescompter qu'une fraction limitée des effets à moyen terme, ceux-ci ont de plus en plus tendance à refluer vers l'Institut d'émission. Sans qu'il soit nécessaire d'analyser les motifs qui portent les banques de dépôts à transférer les effets à moyen terme plutôt que les effets à court terme, on doit au moins constater que ce mouvement se poursuit de façon à peu près continue.

La progression des prêts aux entreprises, consentis par le système bancaire, est très élevée. Si on la compare à celle de la formation brute de capital fixe des mêmes agents économiques, on constate un décalage très sensible de 1949 à 1954 et une évolution relativement parallèle de 1954 à 1957.

| Année      | Indice de la formation brute de capital fixe des entreprises | Indice de l'encours des crédits à l'équipement, distribués par le système bancaire |
|------------|--------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 1949 ..... | 105                                                          | 47                                                                                 |
| 1954 ..... | 100                                                          | 100                                                                                |
| 1957 ..... | 146,1                                                        | 135                                                                                |
| 1958 ..... | 153                                                          | 143                                                                                |

Cette divergence s'explique par le fait que les crédits à moyen terme ne représentent qu'une faible fraction de l'ensemble des ressources financières des entreprises. L'importance des amortissements pratiqués par ceux qui bénéficient de nouveaux crédits à moyen terme limite l'ampleur des variations de l'encours et partant son influence sur l'évolution des investissements productifs.

## CONCLUSION DU SOUS-TITRE II

Ayant terminé les développements du sous-titre II, consacré au financement à moyen et long terme des entreprises par les intermédiaires financiers, nous ne croyons pas inutile de présenter, en guise de conclusion, un tableau d'ensemble qui rappelle, de façon simplifiée, les résultats commentés au cours des développements précédents, que les exigences d'un exposé logique nous ont obligé de morceller.

## Evolution de l'encours des divers prêts des intermédiaires financiers.

En milliards de francs 38.

| Années   | Sur ressources d'épargne |      |        |       |                    |        |     |        |       |                                                | Sur<br>ressources<br>monétaires | Total<br>(2) |       |
|----------|--------------------------|------|--------|-------|--------------------|--------|-----|--------|-------|------------------------------------------------|---------------------------------|--------------|-------|
|          | Prêts non mobilisables   |      |        |       | Prêts mobilisables |        |     |        |       |                                                |                                 |              |       |
|          | C.N.                     | C.A. | C.D.C. | Total | C.N.               | C.C.A. |     | C.D.C. | Total | Banques<br>privées<br>spécia-<br>lisées<br>(1) |                                 |              | Total |
|          |                          |      |        |       |                    |        |     |        |       |                                                |                                 |              |       |
|          |                          |      |        |       |                    |        |     |        |       |                                                |                                 |              |       |
| 1929.... | 0,5                      | 1    | —      | 1,5   | —                  | —      | —   | —      | —     | 0,4                                            | 1,9                             | 2            |       |
| 1938.... | 1                        | 2    | 0,5    | 3,5   | —                  | —      | —   | —      | —     | 1                                              | 4,5                             | 4,6          |       |
| 1931.... | 1,6                      | 1,6  | 0,2    | 3,4   | —                  | —      | —   | —      | —     | 0,4                                            | 3,8                             | 3,8          |       |
| 1956.... | 7,8                      | 8,6  | 1,6    | 18    | 0,3                | 0,3    | 0,2 | 0,8    | 0,8   | 0,3                                            | 19,1                            | 39           |       |
| 1958.... | 7,4                      | 11   | 4,4    | 22,8  | 0,4                | 0,4    | 0,2 | 1      | 1     | 0,4                                            | 24,2                            | 47,6         |       |

(1) Produit du réescompte des effets à moyen terme des banques privées spécialisées auprès de leurs sociétés-mères, en 1929, 1931 et 1938

Estimation pour l'année 1956 et 1958.

(2) Compte non tenu des prêts et crédits à la construction consentis à des sociétés immobilières.



## TITRE II

---

### L'EVOLUTION DE LA CONTRIBUTION DES AGENTS ECONOMIQUES : LE MARCHE FINANCIER

---

Si le marché financier a satisfait dans une large mesure le besoin de capitaux des entreprises, il ne semble pas, cependant, qu'il ait joué un rôle aussi important que celui que l'on veut généralement lui attribuer, même lorsqu'il faisait preuve d'un grand dynamisme. La tendance, chez de nombreux auteurs, à surestimer les ressources ainsi collectées par les entreprises résulte, pour beaucoup, de la difficulté de tirer des conclusions solides des statistiques du marché financier. Leur imprécision, les variations fréquentes de leur mode d'élaboration exige une extrême attention de la part de celui qui désire utiliser les données brutes des documents anciens. Il n'en demeure pas moins que ce mode de financement a connu un déclin certain. Jusqu'à ces dernières années, la contribution nette des épargnants est restée sensiblement inférieure à ce qu'elle était au moment de son apogée. Mais même si leur concours avait atteint un niveau plus élevé, plus normal, toutes les difficultés financières des entreprises n'auraient pas été résolues *ipso facto*.

## CHAPITRE PREMIER

---

### LA DÉLIMITATION DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES SUR RESSOURCES DU MARCHÉ FINANCIER

---

Il est d'usage, de nos jours, de ne retenir, au titre de la contribution du marché financier, que les apports contre espèces du public, déduction faite des doubles emplois et des amortissements. Une évaluation aussi précise des épargnes investies en valeurs mobilières, en l'occurrence en valeurs industrielles, suppose un appareil statistique très développé. Cette condition n'est remplie, en France, que depuis peu de temps (1937). Les statistiques plus anciennes répondent à des concepts beaucoup plus larges, et ne peuvent, en conséquence, être rapprochées de manière satisfaisante des recensements actuels, pour apprécier l'évolution de ce moyen de financement.

#### *Section première*

#### L'IMPRECISION DES STATISTIQUES DU MARCHÉ FINANCIER

Aucune des statistiques du marché financier, en France, de 1890 à 1938, ne peut être rapprochée de façon satisfaisante de celle élaborée depuis la seconde guerre mondiale. Les lacunes qui découlent de l'hétérogénéité des éléments constitutifs de la série la plus longue

sont trop graves et trop incertaines pour être comblées à l'aide de données fournies par les autres statistiques.

### § 1. — L'HÉTÉROGÉNÉITÉ DE LA STATISTIQUE DU CRÉDIT LYONNAIS.

Le service des études économiques du Crédit Lyonnais élabore depuis 1892 une statistique du marché financier. Son expérience lui permet de résoudre, aujourd'hui, de manière très heureuse, les problèmes que posent ces investigations. Ce résultat n'est cependant que le fruit de multiples adaptations, corrections qui privent les évaluations anciennes de toute homogénéité. Les conceptions initialement adoptées étaient très larges ; celles qui sont retenues depuis 1937 sont, au contraire, très étroites, puisqu'elles ont pour but de déterminer les seuls apports en espèces du public.

#### A. — *Les émissions d'actions.*

Les principes anciennement mis en œuvre par le Crédit Lyonnais pour évaluer les *émissions d'actions* aboutissent à une surestimation très sensible du produit de ces opérations financières par rapport aux nouvelles méthodes de calcul. La principale source de difficulté provient de l'imprécision de l'ancien concept « émissions d'actions ». Il comprend un grand nombre d'émissions privées, alors qu'on ne recense actuellement que les émissions publique contre espèces. Les émissions privées, comme leur nom l'indique, ne font pas appel au public ; elles sont réalisées par un nombre restreint de personnes physiques ou de sociétés. Sont encore éliminées, de nos jours, les souscriptions des collectivités publiques et toutes celles qui constituent, pour une raison ou une autre, un double emploi (souscription effectuée par une société à l'aide des fonds recueillis par une émission lancée quelque temps auparavant, etc.). Enfin, on ne tient pas davantage compte des titres émis ou placés dans le public qui ne correspondent pas à un appel d'argent frais ; or, le Crédit Lyonnais ne déduisait pas autrefois les apports en nature lors de la constitution de sociétés nouvelles (1).

Ces divergences, ces imprécisions de la série statistique du Crédit Lyonnais conduisent à une surestimation importante des fonds collectés, auprès du public, par les sociétés, jusqu'en 1937, grâce à leurs émissions d'actions, comme les données brutes de la Statistique Géné-

(1) Voir l'article de M. ULMER, « Les émissions de valeurs mobilières et l'épargne en France », S.G.F., t. XVIII, p. 295.

rale de la France le montrent, et nous aurons l'occasion de le voir, lorsque diverses corrections leur ont été apportées.

### B. — *Les émissions d'obligations.*

Le Crédit Lyonnais évaluait de façon nettement plus satisfaisante les émissions d'obligations. Mais la statistique établie par ses soins n'en demeure pas moins sujette à caution et difficile à utiliser dans une étude de longue période. On constate un passage progressif et incomplet de la notion d'émissions brutes à celles d'émissions nettes.

Il est à peu près certain que, jusqu'à la première guerre mondiale, les amortissements n'ont jamais été déduits. Les chiffres correspondent donc aux émissions brutes, sans qu'il y ait eu, comme aujourd'hui, la moindre déduction au titre des doubles emplois. La preuve que les remboursements n'ont pas été soustraits découle du rapprochement que l'on peut faire avec la statistique de Neymarck sur les émissions lancées par les grandes compagnies de chemin de fer ; il s'agit du produit net des émissions d'obligations (à l'exclusion des primes), avant toute défalcation au titre des amortissements. Dans la mesure où la première banque de dépôts ne tenait pas compte des amortissements financiers des grandes compagnies, qui avaient déjà donné lieu à une évaluation, on peut en déduire, *a fortiori*, que la même solution a été suivie pour les émissions des autres sociétés. Une attitude différente aurait exigé des services du Crédit Lyonnais un travail très long, par suite de la multiplicité de ces entreprises, qui n'aurait, au reste, présenté aucun intérêt pour cet établissement.

En revanche, à partir de 1912-1913, une partie des remboursements des grandes compagnies est déduite des versements nouveaux comme le montre la S.G.F. qui recueillait des renseignements précis auprès du ministère de tutelle de la future S.N.C.F. En ce qui concerne les autres sociétés, il est vraisemblable que certains amortissements ont été comptabilisés. Mais une étude comparée avec les données de la S.G.F. laisse supposer que les déductions sont d'ampleur réduite et inégale suivant les années.

Enfin, comme pour les émissions d'actions, aucune ventilation n'est faite entre les opérations lancées par les sociétés françaises exploitées en France et celles exerçant leur activité à l'étranger et aux colonies.

Les diverses remarques formulées ci-dessus ont une grande importance. Il y aurait lieu de leur accorder encore plus de poids pour les émissions de l'Etat français ou des Etats étrangers, du fait des conversions très fréquentes au début du siècle.

## § 2. — L'IMPRÉCISION DES AUTRES STATISTIQUES.

Si on ne peut leur reprocher à titre de principe, de manquer d'homogénéité, c'est essentiellement parce qu'elles ont eu une vie éphémère... Elles cumulent beaucoup de défauts. La série de la S.G.F. est la plus satisfaisante, en ses dernières années.

A. — *Le « Moniteur des intérêts matériels » de Bruxelles.*

La statistique de ce journal présente l'avantage d'avoir cherché à évaluer les émissions publiques, faites sur une place financière donnée (Paris, Londres, etc...), au profit de telle catégorie d'agents économiques. Mais, pendant longtemps, elle n'a pas déduit les conversions, et n'a jamais estimé les amortissements d'obligations, ni les doubles emplois.

B. — *L'Association nationale**des porteurs français de valeurs mobilières.*

Elle adopte des conceptions plus conformes à celles aujourd'hui employées. Elle s'efforce de recenser les émissions réalisées, et non celles qui sont annoncées, en faisant abstraction des actions d'apport, des actions échangées contre les titres de sociétés absorbées, des insertions pour cotation, etc. Mais, les doubles emplois ne sont pas éliminés et il n'est pas davantage tenu compte des amortissements. Enfin, les émissions des sociétés françaises n'exerçant pas leur activité dans la métropole, sont confondues avec celles des autres entreprises françaises.

C. — *La statistique générale de la France.*

Elle s'est inspirée des mêmes principes que l'A.N.P.F.V.M. lorsqu'elle a entrepris ce travail en 1907. Mais il n'est pratiquement pas utilisable jusqu'en 1920 ; la critique en est d'autant plus aisée que ses auteurs ont pris le soin de préciser les concepts qui les ont guidés. On peut regretter que lors des progrès considérables réalisés en 1921, la S.G.F., qui ne disposait pas des moyens matériels nécessaires, n'ait pas modifié sa méthode d'évaluation des émissions d'actions. En effet, elle ne tient pas compte des primes versées par les souscripteurs. Cette lacune conduit à sous-estimer, au maximum, de 30 à 50 % les sommes effectivement recueillies par les sociétés (1). En sens inverse, elle n'opère aucune correction pour éliminer les doubles emplois.

(1) Résultats obtenu à partir des sondages effectués par la S.G.F.

Les lacunes de ces diverses statistiques sont trop graves pour en tirer sans corrections préalables une idée relativement exacte de la contribution du marché financier à la satisfaction des besoins de capitaux des entreprises métropolitaines.

## Section II

### L'INADAPTATION DES STATISTIQUES DU MARCHE FINANCIER

Les méthodes anciennes d'élaboration des statistiques du marché financier aboutissent à surestimer très sensiblement les capitaux recueillis par les sociétés par émission de valeurs mobilières.

#### § 1. — LES ÉMISSIONS D'ACTIONS.

Comme le montre le tableau suivant, le fait de se fonder, depuis 1937, sur « les apports effectifs du public » entraîne une sous-estimation de 20 à 30 % par rapport aux résultats obtenus suivant la méthode ancienne qui considérait, comme flux caractéristique, les « émissions contre espèces ».

#### ÉMISSIONS PUBLIQUES D'ACTIONS (1).

En milliards de francs courants.

| Années    | Montant nominal émis      |                         |       |
|-----------|---------------------------|-------------------------|-------|
|           | Constitutions de sociétés | Augmentation de capital | Total |
| 1938..... | 0,84                      | 2,04                    | 2 88  |
| 1950..... | 15,9                      | 210,1                   | 236   |
| 1956..... | 90,6                      | 408,2                   | 498,9 |
| 1957..... | 90,7                      | 468,9                   | 559,6 |

(1) Statistiques du Crédit Lyonnais.

En milliards de francs courants.

| Décomposition du total des émissions publiques d'actions |                   |                            |                          |                                   |        |                             |
|----------------------------------------------------------|-------------------|----------------------------|--------------------------|-----------------------------------|--------|-----------------------------|
| Années                                                   | Apports en nature | Incorporations de réserves | Emissions contre espèces | Transformation en société anonyme | Divers | Apports effectifs du public |
| 1938.....                                                | 0,52              | 0,07                       | 2,24                     | —                                 | 0,05   | 1,68                        |
| 1950.....                                                | 20,6              | 154,2                      | 46,5                     | 4,4                               | 0,3    | 30,9                        |
| 1956.....                                                | 43,8              | 246,7                      | 158 5                    | 49,7                              | 0,06   | 120                         |
| 1957.....                                                | 93,9              | 158,5                      | 307,2                    | (1)                               | —      | 254,9                       |

Une étude rétrospective doit donc attribuer une importance extrême aux concepts mis en œuvre pour recenser les apports du marché financier. L'écart entre « les émissions contre espèces » et « les apports effectifs » du public a été également important dans le passé. Les doubles emplois (souscriptions effectuées par les sociétés sur ressources obtenues à l'aide des fonds provenant d'émissions antérieures, etc.) et les souscriptions par les agents économiques ne faisant pas partie du public sont aussi anciens que le marché financier lui-même. Il ne nous semble pas qu'il faille négliger ces phénomènes, sous prétexte que les émissions d'actions ont été recensées, avant-guerre, dans des conditions plus ou moins heureuses. Les divers articles de la S.G.F. sur la statistique du marché financier mentionnent que, si certaines opérations ont été oubliées, d'autres ont été retenues plusieurs fois par suite de l'imperfection des moyens matériels d'investigation. Dans la mesure où les évaluations d'émissions publiques d'actions, par la S.G.F., sont majorées de 50 % pour tenir compte des primes, nous estimons que les résultats alors obtenus sont vraisemblablement supérieurs à la réalité de 20 % au moins.

Les problèmes soulevés par les doubles emplois, de 1890 à 1913, sont résolus dans une certaine mesure par la méthode que nous avons suivie. Colson et Neymarck ont en effet tenu compte du jeu des participations des sociétés de portefeuille pour évaluer les variations de la fortune nationale en valeurs mobilières. On peut encore ajouter à l'actif de ce procédé qu'il a tendu à écarter la fraction des actions émises par les sociétés françaises et acquises par des étrangers. Aucun ajustement de ce genre n'a été fait, pour les années 1929 et 1938, ce qui est du reste sans importance pour la dernière année de paix.

(1) Les apports en nature comprennent également les actions émises à la suite de la transformation d'entreprises individuelles en sociétés anonymes.

## § 2. — LES ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS.

Si le problème des doubles emplois n'a pas une grande incidence en ce qui concerne les émissions d'obligations, pour déterminer le volume de l'épargne nette investie en valeurs mobilières, la question des amortissements a, au contraire, beaucoup d'importance. La dépréciation monétaire s'oppose, à notre avis, à toute comparaison significative des émissions brutes d'obligations aux diverses époques. Avant la première guerre mondiale, et même entre les deux guerres, les souscriptions nouvelles de valeurs à revenu fixe étaient assurées, pour une partie substantielle, à l'aide des ressources provenant des amortissements. En revanche, il est bien évident que les remboursements opérés de nos jours par les sociétés, au titre des emprunts émis en 1913 (1) ou 1929, ne peuvent être à l'origine de emplois importants.

## REMPLOIS (2).

En milliards de francs.

|                                                           | 1929 | 1930 | 1931 | 1938  |
|-----------------------------------------------------------|------|------|------|-------|
| Emissions d'obligations industrielles                     | 10,5 | 21   | 18,3 | 1,5   |
| Amortissements d'obligations industrielles recensés ..... | 2,5  | 6,8  | 10,3 | 2,4   |
| % des emplois .....                                       | 24 % | 34 % | 55 % | 160 % |

(1) Obligations des chemins de fer.

(2) S.G.F. 1929-30-31.

## CHAPITRE II

---

### LES MÉTHODES D'ÉLABORATION DES STATISTIQUES

---

Les lacunes des statistiques anciennes ne permettent point de se fonder directement sur leur contenu pour évaluer la contribution du marché financier à la satisfaction des besoins de capitaux des entreprises ; il importe de trouver une autre méthode. Deux solutions peuvent être envisagées. Procéder à un dépouillement rétrospectif des journaux financiers. Mais, ce travail, qui n'est pratiquement à la portée que d'une personne expérimentée en la matière, ne donnerait pas les résultats escomptés : l'obligation de publier au B.A.L.O. les émissions de valeurs mobilières ne date que de 1907, et elle n'a pas toujours été suivie. C'est pourquoi nous choisirons un autre procédé d'investigation, une méthode indirecte, qui, sans aboutir à des statistiques aussi précises que les techniques actuelles, est cependant à même de faire connaître, de façon relativement exacte, l'importance du flux recherché.

#### *Section première*

#### LES SOUSCRIPTIONS NETTES GLOBALES DE VALEURS MOBILIERES

##### § 1. — LA PÉRIODE 1890-1913.

Les évaluations, à diverses époques, de la valeur du portefeuille de valeurs mobilières détenu par les français constituent, à notre

avis, un excellent point de départ pour rechercher le volume des épargnes nettes investies sous cette forme. Les recoupements, effectués à l'aide de statistiques du marché financier, ne démentent pas cette conclusion. Deux économistes, de grande autorité, Colson et Neymarck, ont donné des estimations sensiblement égales de cette partie de la Fortune nationale, à des dates caractéristiques. Nous aurions pu considérer, comme ils le faisaient, que les variations du portefeuille correspondaient aux souscriptions nettes du public. Cependant, pour éviter toute sous-estimation, nous avons jugé préférable d'ajouter aux variations du portefeuille une somme censée représenter les pertes des épargnants, à la suite de la faillite de certaines sociétés financées par eux. Le volume des pertes a été calculé largement (0,2 à 0,250 M.), à partir des commentaires d'économistes contemporains, puisque ces pertes ne concernent que les émissions de valeurs industrielles. Les Etats étrangers n'avaient pas encore éprouvé le besoin de dénoncer leurs dettes ; il leur suffisait alors d'emprunter pour respecter leurs engagements... Toujours en vue de ne pas sous-évaluer les apports du marché financier, nous n'avons pas effectué de correction pour déduire des augmentations du portefeuille français celles dues aux plus-values des actions, aux émissions contre apports en nature et aux distributions d'actions gratuites.

*Variations du portefeuille de valeurs mobilières par les Français.*

En milliards des francs courants.

| Périodes            | Variations     | Nombre d'années | Moyenne | Pertes | Apports nets moyens |
|---------------------|----------------|-----------------|---------|--------|---------------------|
| 1851-1860 (1) ..... | 31.9 = 22 M.   | 10              | 2,2     | 0,2    | 2,4                 |
| 1861-1869 (1) ..... | 33-32 = 2 M.   | 9               | 0,225   | 0,025  | 0,250               |
| 1870-1880 (1) ..... | 56-33 = 23 M.  | 11              | 0,2     | 0,2    | 2 3                 |
| 1881-1890 (1) ..... | 74-56 = 18 M.  | 10              | 1,8     | 0,2    | 2                   |
| 1891-1899 (1) ..... | 83-74 = 9 M.   | 9               | 1       | 0,150  | 1,150               |
| 1900-1913 (2) ..... | 109-83 = 26 M. | 14              | 1,9     | 0,250  | 2,250               |

(1) NEYMARCK, *Journal de la Société de statistiques de Paris*, 1906.

(2) Le raccordement de la statistique de Neymarck avec celle de Colson s'effectue de la façon suivante. Pour Neymarck, la valeur du portefeuille est de 74 M. de francs en 1890, de 88 M. environ en 1902. Pour Colson elle est de 83 M. en 1900. Nous avons retenu 83 M. au 1<sup>er</sup> janvier 1900. Ce qui revient à admettre que la moyenne des émissions de valeurs mobilières a atteint 1,7 M. du 1<sup>er</sup> janvier 1900 au 31 décembre 1903, chiffre qui recoupe les autres estimations de Neymarck.

Les résultats proposés dans la dernière colonne du tableau précédent — au moins ceux qui portent sur la période visée par notre étude — se comparent favorablement aux autres estimations que nous avons pu réunir. Nous citerons dès maintenant celle d'un contemporain, P. Leroy-Beaulieu, et celle qui résulte des recherches rétrospectives de M. G. Lutfalla. Leurs chiffres sont inférieurs aux nôtres ; cela tient à ce que nous avons tenu à limiter et même à négliger certains éléments à déduire, pour ne recenser que l'apport net, éliminant ainsi les risques de sous-évaluation. Nous réservons, pour les développements ultérieurs, les statistiques qui contrediraient, à première vue, celles que nous avons établies.

P. Leroy-Beaulieu (1) estimait que l'épargne nette investie en valeurs mobilières s'élevait, en 1909, à 2 M. Ce chiffre résulte d'une analyse très sérieuse des admissions, des radiations, etc. de valeurs mobilières à la Bourse de Paris et aux Bourses de province, compte tenu des amortissements d'obligations. S'il existe un auteur que l'on ne puisse accuser de minimiser le volume de l'épargne nette investie en valeurs mobilières, c'est incontestablement cet économiste. Son évaluation est certainement plus proche d'un maximum que d'un minimum.

Nous nous sommes livré au même travail pour l'année 1913. Les admissions nouvelles à Paris et en province (2) s'élèvent à 3,5 M., les radiations à 0,3 M. à la suite des conversions d'emprunts et des faillites de sociétés, etc. En supposant, très légitimement, que les titres émis en 1913 et non introduits en Bourse cette année représentant une valeur égale à celle des titres émis en 1912 et introduits à la cote en 1913, nous pouvons évaluer l'épargne nette investie sous cette forme à 2,5 M., compte tenu des déductions suivantes (3) : souscriptions étrangères et amortissements : 0,750 M., primes d'émission sur obligations moins primes sur émissions d'actions : 0,250 M., conversions : 0,1 M.

Dans son rapport au Conseil économique sur le marché financier (4), M. G. Lutfalla évalue la balance nette des émissions publiques de valeurs mobilières, de 1907 à 1913, à une moyenne annuelle de 2,3 M. environ. Cet auteur ne donne aucune indication précise sur sa méthode

(1) La lecture de *l'Economiste Français* des 7 et 21 mai 1910 pourrait être utilement conseillée à ceux qui insistent un peu trop sur le déclin du financement des entreprises métropolitaines par le marché financier.

(2) *Annuaire de la S.G.F.* : années 1914-1915.

(3) Chiffres admis par les divers auteurs et en particulier par LEROY-BEAULIEU et R. PUPIN.

(4) Rapport présenté au Conseil économique par M. G. LUTFALLA sur le marché financier, J.O., 14 novembre 1952, n° 18.

de travail. Il semble cependant qu'elle diffère de la nôtre, et qu'elle est inspirée directement des statistiques du marché financier, auxquelles ont été apportés de nombreux ajustements. Son estimation recoupe si parfaitement la nôtre qu'on peut se demander, s'il n'y aurait pas lieu de se montrer circonspect en présence de résultats aussi heureux (1). Nous ne croyons pas qu'il faille, en l'hypothèse, adopter une telle attitude, à moins de vouloir transformer la statistique en une collection de données contradictoires...

## § 2. — LA PÉRIODE 1913-1938.

C'est toujours de ce même rapport que nous extrayerons les chiffres relatifs au volume des émissions nettes de valeurs mobilières en 1929 et 1938. Les recherches effectuées au titre des années qui nous intéressaient plus directement nous ont conduit à des évaluations analogues.

## § 3. — LA PÉRIODE 1945-1958.

Enfin la statistique élaborée par la Direction des Etudes financières du Crédit Lyonnais, suivant les principes nouveaux de recensement depuis 1937, constituera le document essentiel pour la dernière période.

## *Section II*

### LES SOUSCRIPTIONS NETTES DE VALEURS MOBILIERES DES SOCIÉTÉS METROPOLITAINES

Les lacunes statistiques, plus ou moins profondes suivant les périodes étudiées, nous obligent à scinder l'exposé de nos recherches en trois développements, ayant chacun pour objet d'évaluer, de la façon la plus exacte et la plus homogène possible, la contribution du marché financier au financement des entreprises métropolitaines au cours des périodes considérées.

(1) Notre évaluation est, en fait supérieure à celle de M. G. Lutfalla. Elle concerne les années 1900-1913 et le marché financier a été plus actif pendant la seconde partie de cette période.

## § 1. — LA PÉRIODE 1890-1913.

Elle est à la fois la plus intéressante et la plus difficile à connaître. Comme au cours des recherches précédentes, consacrées à cette période, nous partirons des évaluations de Colson et de Neymarck.

A. — *La ventilation du portefeuille de valeurs mobilières  
détenu par les Français :  
les valeurs françaises et les valeurs étrangères.*

Le tableau suivant donne la répartition des émissions nettes de valeurs mobilières au profit des agents économiques français et des agents économiques étrangers (collectivités locales, entreprises, États étrangers). Il tient compte d'une fraction assez faible des pertes globales, attribuées surtout aux titres français. Ceux-ci comprennent, en effet, un pourcentage nettement plus élevé d'actions que les titres étrangers.

| Années          | Valeurs mobilières<br>étrangères | Valeurs mobilières<br>française (1) | Total    |
|-----------------|----------------------------------|-------------------------------------|----------|
| 1870-1880 ..... | 0,500 M.                         | 1,800 M.                            | 2,300 M. |
| 1881-1890 ..... | 0,550 M.                         | 1,450 M.                            | 2,000 M. |
| 1891-1899 ..... | 0,710 M.                         | 0,440 M.                            | 1,150 M. |
| 1900-1913 ..... | 1,400 M.                         | 0,850 M.                            | 2 250 M. |

Notre estimation des émissions nettes de valeurs mobilières étrangère est confirmée par celle de H. D. White, de Carl Iversen et de Kuznetz (2).

(1) La période 1870-1890 n'entre pas dans le cadre de notre étude. Nous nous bornerons donc au commentaire suivant : si on se rappelle, qu'au cours de ces années, les émissions publiques de valeurs mobilières françaises sont surtout le fait de l'État, on aperçoit que les entreprises métropolitaines n'ont bénéficié que d'apports extrêmement restreints.

(2) Congrès international pour l'étude des problèmes de l'Épargne. Le rapport général pour la France (tome II, pp. 215 et 216) donne un résumé de l'œuvre de ces auteurs. Nous croyons utile d'ajouter que le revenu national, par rapport auquel KUZNETZ calcule les exportations nettes de capitaux, est celui évalué par C. CLARCK, dans *The Conditions of Economic Progress*, p. 80. Il s'agit donc du revenu national calculé suivant une conception très étroite.

*B. — La ventilation des souscriptions nettes  
de valeurs mobilières françaises : les émissions des « Entreprises »  
et celles des « Administrations ».*

De 1890 à 1913, les amortissements d'obligations émises par l'Etat compensent, pour partie, les émissions des départements, des villes (Paris en particulier), du Crédit Foncier (obligations communales), des colonies et protectorats. Le capital nominal des obligations émises par l'ensemble de ces personnes morales de droit public (y compris l'Etat français), cotées à la Bourse de Paris, est passé de 32,4 M. au 31-12-1891 à 34,9 M. au 31-12-1913, soit une augmentation de 2,5 M., correspondant à environ 2 M. de versements en espèces. D'autre part nous estimons à 0,8 M. le montant nominal des emprunts publics des départements et des communes, ayant accru leur dette obligataire, qui n'ont pas été introduits en Bourse (1). Si l'on retient ces chiffres, les « Administrations » auraient drainé plus de 2,5 M. de capitaux nouveaux auprès des épargnants. La moyenne annuelle dépasserait donc 100 m. de 1890 à 1913. Pour éviter de surestimer le compte des Administrations et de minimiser en conséquence les fonds reçus par les entreprises, nous ne créditerons ce poste que pour 40 millions, de 1890 à 1899, et pour 50 millions, de 1900 à 1913.

*C. — La ventilation des souscriptions nettes de valeurs mobilières  
émises par les sociétés françaises :  
les émissions des entreprises métropolitaines  
et celles des entreprises extra-métropolitaines.*

Les émissions d'actions et d'obligations des sociétés françaises exerçant à l'étranger ou aux colonies ont été assez importantes à la fin du XIX<sup>e</sup> et au début du XX<sup>e</sup> siècle. Ceci apparaîtrait encore mieux si une ventilation entre les emplois métropolitains et extra-métropolitains des banques d'affaires s'avérait possible. Les chiffres retenus pour les émissions des sociétés françaises non métropolitaines sont basés sur les commentaires économistes contemporains (2) et sur les travaux de la S.G.F.

(1) S.G.F. : Finances des départements et des communes ; Crédit Foncier de France (prêts communaux).

(2) En particulier P. LEROY-BEAULIEU dans *l'Economiste français*.

*Moyenne annuelle des émissions nettes de valeurs mobilières  
des divers agents économiques français.*

| Années          | Emissions<br>nettes de<br>V.M. français | Adminis-<br>trations | Sociétés<br>françaises extra-<br>métropolitaines | Sociétés<br>françaises<br>métropolitaines |
|-----------------|-----------------------------------------|----------------------|--------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| 1890-1899 ..... | 0,440 M.                                | 0,040 M.             | 0,100 M.                                         | 0,300 M.                                  |
| 1900-1913 ..... | 0,850 M.                                | 0,050 M.             | 0,150 M.                                         | 0,650 M.                                  |

Ces chiffres ne donnent que des moyennes. Or nous aurons besoin au cours de la dernière partie des émissions nettes en 1890, 1900 et 1913. Nous procéderons dès maintenant à ce calcul afin d'alléger au maximum notre travail de synthèse.

*D. — Les émissions nettes des sociétés métropolitaines  
en 1890, 1900 et 1913.*

1<sup>o</sup> L'année 1890.

Elle fut nettement défavorable aux émissions de valeurs mobilières industrielles suivant l'avis unanime des chroniqueurs financiers (1) ; cette situation se prolongera jusqu'en 1897. La statistique du *Moniteur des intérêts matériels de Bruxelles* est seule disponible ; le produit brut des émissions serait de 227,3 millions, dont 198,8 pour les grandes compagnies de chemin de fer. Neymarck reprend cette évaluation, dans son rapport au Congrès international des valeurs mobilières de 1900, sans formuler de critique à son sujet. Elle nous semble cependant faible. Le Crédit Lyonnais recense en 1892 — première année où

|                            | Crédit Lyonnais<br>(1892) | Chiffre retenu<br>(1890) |
|----------------------------|---------------------------|--------------------------|
| Emissions d'actions .....  | 139 millions (2)          | 125 millions             |
| Emissions d'obligations :  |                           |                          |
| — Grandes compagnies ..... | 191                       | 190,8 (3)                |
| — Autres sociétés .....    | 218 (2)                   | 150                      |
| Amortissements :           |                           |                          |
| — Grandes compagnies ..... | —                         | 85,8 (2)                 |
| — Autres sociétés .....    | —                         | 55                       |
| Solde .....                |                           | 325 millions             |

(1) *Bulletin mensuel de statistiques et de législation comparée*, Ministère des Finances, 1891 : RAFFALOVITCH : *L'année financière*, 1890 ; F. THÉRY, *Le moniteur des intérêts matériels*.

(2) Émissions publiques et privées des sociétés françaises métropolitaines ou non.

(3) Statistiques de Neymarck.

existe cette statistique — 139 millions pour les émissions d'actions et 409 millions pour les émissions d'obligations. Comme il n'y a pas de différence sensible, sur le plan financier, entre ces deux années, nous retiendrons un chiffre plus proche de celui donné par le Crédit Lyonnais que de celui du *Moniteur des intérêts matériels*. Le chiffre de 325 millions pour les émissions nettes des sociétés métropolitaines est vraisemblablement supérieur de 20 % à la réalité ; la moyenne 1890-1899 est, en effet, de 300 millions et elle comprend les « bonnes années » de la fin du XIX<sup>e</sup> siècle.

## 2° L'année 1900.

L'année 1900 fut nettement plus favorable aux émissions de valeurs mobilières industrielles. On peut affirmer, sans grand risque d'erreur, que les fonds recueillis par les sociétés constituent un maximum non atteint depuis dix ans et peut-être même depuis l'origine du marché financier. Ce n'est que vers la fin de la première décade du XX<sup>e</sup> siècle que de nouveaux records sont enregistrés.

|                   | Crédit Lyonnais | A.N.P.F.V.M. |
|-------------------|-----------------|--------------|
| Actions .....     | 645 millions    | 547 millions |
| Obligations ..... | 564 »           | 722 »        |

Après corrections, pour tenir compte des émissions des sociétés françaises exploitant à l'étranger ou aux colonies et des amortissements (128 millions au titre des grandes compagnies de chemin de fer suivant Neymarck et 150 millions pour les autres, y compris les doubles emplois), nous avons retenu les chiffres suivants :

|                     |                     |
|---------------------|---------------------|
| — Actions .....     | 500 millions        |
| — Obligations ..... | 250 »               |
| — Chemin de fer .   | 125 millions        |
| — Autres sociétés . | 125 »               |
| <b>TOTAL....</b>    | <b>750 millions</b> |

## 3° L'année 1913.

Les émissions des sociétés françaises donnent une grande animation au marché financier en 1913.

|                   | Crédit Lyonnais | A.N.P.F.V.M. |
|-------------------|-----------------|--------------|
| Actions .....     | 1,136 M.        | 0,808 M.     |
| Obligations ..... | 1,298 M.        | 1,111 M.     |

Après corrections au titre des émissions des sociétés françaises non métropolitaines (180 millions [1]), des amortissements des grandes compagnies de chemin de fer (220 millions suivant Neymarck) et des autres sociétés (y compris les doubles emplois nous proposons les estimations suivantes :

|                                      |              |
|--------------------------------------|--------------|
| — Actions .....                      | 850 millions |
| — Obligations .....                  | 650 »        |
| — Grandes Cies de<br>chemin de fer . | 185 millions |
| — Autres sociétés .                  | 465 »        |

---

TOTAL.... 1.500 millions

## § 2. — LA PÉRIODE DE L'ENTRE-DEUX-GUERRES.

Les émissions des sociétés françaises n'ont cessé de progresser, de façon irrégulière toutefois, de 1919 à 1930. Une évolution en sens inverse caractérise la période suivante et, en 1938, la balance nette des émissions est très proche de zéro.

### A. — L'année 1929.

L'écart que l'on constate entre les deux statistiques disponibles pour cette année ne facilite pas les évaluations et appelle de nouvelles explications sur leurs méthodes d'élaboration.

|                                                               | Credit Lyonnais | S.G.F.    |
|---------------------------------------------------------------|-----------------|-----------|
| Actions .....                                                 | 18,262 M.       | 11,985 M. |
| Obligations .....                                             | 8,417 M.        | 10,517 M. |
| Amortissements recensés .....                                 | —               | 2,450 M.  |
| Sociétés coloniales .....                                     | —               | 1,493 M.  |
| Sociétés françaises à l'étranger .....                        | —               | 0,741 M.  |
| Emissions nettes au profit des sociétés métropolitaines ..... | —               | 17,8 M.   |

L'écart entre les deux évaluations des émissions d'actions serait encore plus grand si nous n'avions pas apporté une correction essentielle au chiffre donné par la S.G.F. Celle-ci n'ayant pas tenu compte des primes sur émissions d'actions, nous avons majoré de 50 % les émissions des sociétés anciennes (7,323 M. + 50 % = 10,985 M.) et conservé tel quel celui des titres émis à la suite de la constitution de sociétés nouvelles (1 M.).

Les rectifications, qu'il convient maintenant d'opérer sur ces deux

(1) S.G.F.

statistiques, concernent, sans aucun doute, beaucoup plus celle du Crédit Lyonnais que celle de la S.G.F. Le Crédit Lyonnais a recensé non seulement les émissions publiques, mais aussi les émissions privées d'actions. Or, comme le montre M. O. Moreau-Néret (1), cette imprécision a des répercussions très importantes sur le sens des résultats, surtout en 1929. De nombreuses sociétés ont été fondées par un nombre restreint de personnes dont les « apports » ne seraient pas retenus aujourd'hui, comme donnant lieu à des doubles emplois, à des créations de titres sans versements substantiels (actions partiellement libérées, etc.). Les commentaires faits par d'autres auteurs, dans le bulletin de la S.G.F., ne font que renforcer ce jugement.

L'estimation de 10 M., pour les émissions publiques d'actions contre espèces, est certainement supérieure à ce que donnerait un dépouillement rétrospectif du B.A.L.O. suivant les principes actuels d'investissement. Nous retiendrons 6 M. au titre des émissions nettes d'obligations.

*La somme de 16 M. pour la balance des émissions des sociétés métropolitaines* est plus élevée que celle qui peut être déduite des évaluations de M. Lutfalla. Celui-ci estime l'apport net du marché financier, en 1929, au profit des divers agents économiques à 20,2 M. Pour obtenir les fonds collectés par les entreprises métropolitaines, il y aurait lieu de déduire de ce chiffre les émissions du Crédit national pour le compte de l'Etat et des Groupements de sinistrés (0,4 M.), les émissions de l'Etat (0,6 M.), des villes et départements (2,5 M.), des colonies (0,4 M.), des emprunteurs étrangers (1 M.) et enfin celles des sociétés extra-métropolitaines (2,3 M.) Le solde, 13 M., serait alors le produit net des émissions des sociétés métropolitaines. Notre évaluation est donc supérieure de plus de 20 % à celle qui peut être faite à partir des recherches de M. Lutfalla. Cet écart tient, pour partie, à ce que les travaux de ce dernier ne sont que des évaluations, avec toute l'incertitude que cela implique, et pour le reste, à ce que nous n'avons pas tenu compte pour une part suffisante des doubles emplois et des amortissements.

#### B. — *L'année 1938.*

Lorsque la Direction des Etudes financières du Crédit Lyonnais a modifié, en 1946, sa méthode d'évaluation des émissions de valeurs mobilières, elle a procédé, en même temps, à un calcul rétrospectif jusqu'à l'année 1937. Nous disposons donc pour l'année 1938 d'une statistique exacte.

(1) M. O. MOREAU-NÉRET, *Les valeurs mobilières.*

## ANNÉE 1938.

|                               | Crédit Lyonnais | S.G.F.   |
|-------------------------------|-----------------|----------|
| Actions .....                 | 1,680 M.        | 1,500 M. |
| Obligations .....             | 1,312 M.        | 1,530 M. |
|                               | + 0 208 M.      |          |
| Amortissements recensés ..... | —               | 2,397 M. |

Certaines précisions données, certaines corrections faites, ces deux statistiques aboutissent à des évaluations comparables. Les émissions d'actions recensées par la S.G.F., après majoration de 50 % pour tenir compte des primes, sont voisines de celles dénombrées par le Crédit Lyonnais. Cette relative identité tient à ce que ce dernier établissement n'a retenu que les émissions publiques d'actions, à la différence de ce qu'il faisait avant 1937. Les deux statistiques sur les émissions d'obligations coïncident, si on n'élimine pas les doubles emplois constatés par le Crédit Lyonnais (208 millions). Cette correspondance n'est du reste pas limitée à l'année 1938. Les obligations étant, par définition, proposées à un public très large, les sociétés se soumettaient toujours aux insertions réglementaires dans le B.A.L.O. et facilitaient par conséquent le recensement de ces opérations.

Après affectation de quelques centaines de millions aux émissions d'actions des sociétés françaises exploitant aux colonies ou à l'étranger (1), celles des sociétés métropolitaines peuvent être évaluées à 1,6 M. Si la modicité des fonds collectés sous cette forme témoigne du caractère critique de la situation économique en 1938, l'excédent des amortissements d'obligations (2,4 M.) sur les émissions nouvelles (1,2 pour la France) confirme davantage encore le déclin des opérations financières des entreprises.

## Résumé :

|                                                          |          |
|----------------------------------------------------------|----------|
| — Emissions d'actions des sociétés métropolitaines ..    | 1,6 M.   |
| — Emissions d'obligations des sociétés métropolitaines — | 1,2 M.   |
| — Solde .....                                            | + 0,4 M. |

## § 3. — LA PÉRIODE 1945-1958.

Notre statistique de base demeure celle du Crédit Lyonnais ; les chiffres relatifs aux émissions des sociétés coloniales et aux amortissements sont extraits du Bulletin Mensuel de l'I.N.S.E.E. et du Rapport annuel du Conseil national du crédit.

- (1) S.G.F. 1938 : émissions des sociétés françaises exploitant :  
 — à l'étranger : 0,099 M.  
 — aux colonies : 0,131 M.

*Emissions nettes de valeurs mobilières des sociétés métropolitaines.*

En milliards de francs courants.

| Années     | Emissions publiques contre espèces |                          |                    |               |
|------------|------------------------------------|--------------------------|--------------------|---------------|
|            | Actions<br>(1)                     | Parts<br>des<br>S.A.R.L. | Obligations<br>(2) | P.T.T.<br>(3) |
| 1945 ..... | 7,3                                | 3,8                      | 20,2               | —             |
| 1950 ..... | 31                                 | 9,7                      | 37,9               | 6             |
| 1954 ..... | 81,9                               | 11,1                     | 192,8              | 23            |
| 1955 ..... | 110                                | 11,6                     | 200,2              | 24            |
| 1956 ..... | 120                                | 13,4                     | 224,7              | 22            |
| 1957 ..... | 255                                | 22,8                     | 298,5              | 24            |
| 1958 ..... | 117                                | 19                       | 338                | 26            |

En milliards de francs courants.

| Années     | A déduire                            |             |                     | Emissions<br>nettes des<br>sociétés<br>métropolitaines |
|------------|--------------------------------------|-------------|---------------------|--------------------------------------------------------|
|            | Emissions des sociétés<br>coloniales |             | Amortisse-<br>ments |                                                        |
|            | Actions                              | Obligations |                     |                                                        |
| 1945 ..... | 0,4                                  | 0,9         | 4                   | 26 M.                                                  |
| 1950 ..... | 3,3                                  | 1,3         | 3                   | 77 M.                                                  |
| 1954 ..... | 3                                    | 2           | 12                  | 292 M.                                                 |
| 1955 ..... | 4                                    | 3           | 10                  | 329 M.                                                 |
| 1956 ..... | 2                                    | 1           | 26                  | 351 M.                                                 |
| 1957 ..... | 2                                    | —           | 45                  | 553 M.                                                 |
| 1958 ..... | 2,5                                  | —           | 77                  | 421 M.                                                 |

## CONCLUSION

Les statistiques que nous avons élaborées, tant pour les émissions nettes de l'ensemble des agents économiques, que pour celles des sociétés métropolitaines laissent beaucoup à désirer. L'importance des écarts constatés, entre les valeurs propres à chaque période caractéristique, permet cependant de porter quelques jugements sur l'évolution des rapports entre le marché financier et les entreprises exploitées en France.

(1) En 1954 : dont 2 M. pour les émissions d'actions de la Société Nationale d'Investissements.

En 1957 : dont 19,5 M. pour les émissions de certificats pétroliers qui ont servi, en partie, au financement des exploitations situées dans les pays d'outre-mer.

(2) Les conversions d'emprunts réalisées en 1945 ne figurent ni au titre des émissions, ni à celui des amortissements.

(3) Nous avons ajouté les émissions d'obligations des P.T.T., parce que, s'agissant d'un service public industriel et commercial, ces opérations financières sont recensées par la Comptabilité nationale avec celles des autres entreprises privées ou publiques.

### CHAPITRE III

---

#### L'ÉVOLUTION DU FINANCEMENT DES ENTREPRISES SUR RESSOURCES DU MARCHÉ FINANCIER

---

Nous avons beaucoup hésité avant de porter une appréciation sur l'évolution de la contribution du marché financier au financement des entreprises et avant de discuter les opinions généralement émises en la matière. L'imprécision de nos statistiques, accentuée par les déformations consécutives à la conversion des francs courants en francs constants, les faiblesses de la théorie des structures et le caractère très récent du dynamisme du marché financier rendent notre tâche mal aisée.

Il ne semble pas, tout d'abord, que la progression des ressources collectées par les sociétés métropolitaines, sur le marché financier, aurait pu se poursuivre après 1929, à un rythme analogue à celui qui a caractérisé la période 1890-1929. En outre, nous estimons que même dans l'éventualité d'une progression nettement plus favorable, les difficultés financières des entreprises, après 1945, n'auraient pas été pour autant résolues *ipso facto*.

#### *Section première*

#### LA PRESENTATION DE LA SERIE STATISTIQUE FINALE

Une fois encore, il convient d'insister sur le caractère approximatif des statistiques réunies au tableau XI. S'il faut avancer un chiffre, le pourcentage d'erreur atteindrait 15 à 20 % pour les valeurs moyennes

TABLEAU XI

*Evolution des apports nets de l'épargne nationale sur le marché financier.*

En milliards de francs courants.

| Années                           | Evolution de la contribution nette au financement des entreprises métropolitaines |             |                 |           |        | Evolution de la contribution nette globale (y compris le financement des entreprises métropolitaines) |           |        |
|----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------|-----------------|-----------|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|--------|
|                                  | Actions et S.A.R.L.                                                               | Obligations | Total           |           | Indice | Francs courants                                                                                       | Francs 38 | Indice |
|                                  |                                                                                   |             | Francs courants | Francs 38 |        |                                                                                                       |           |        |
| 1890-1899 ... (moyenne annuelle) |                                                                                   |             | 0,300           | 2,3       | 575    | 1,150                                                                                                 | 9         | 45     |
| 1900-1913 ... (moyenne annuelle) |                                                                                   |             | 0,650           | 5         | 1.250  | 2,250                                                                                                 | 16        | 20     |
| 1890 .....                       | 0,125                                                                             | 0,200       | 0,325           | 2,5       | 625    | 0,8                                                                                                   | 6,2       | 31     |
| 1900 .....                       | 0,450                                                                             | 0,300       | 0,750           | 5,8       | 1.450  | 1,4                                                                                                   | 10,8      | 54     |
| 1913 .....                       | 0,850                                                                             | 0,650       | 1,500           | 9,5       | 2.375  | 2,5                                                                                                   | 16        | 80     |
| 1929 .....                       | 10                                                                                | 6           | 16              | 16        | 4.000  | 20,2                                                                                                  | 20,2      | 100    |
| 1938 .....                       | 1,6                                                                               | — 1,2       | 0,4             | 0,4       | 100    | 20,2                                                                                                  | 20,2      | 100    |
| 1945 .....                       | 11                                                                                | 15          | 26              | 6,5       | 1.625  | 37                                                                                                    | 9,3       | 47     |
| 1950 .....                       | 37                                                                                | 40          | 77              | 3,9       | 975    | 117                                                                                                   | 5,9       | 30     |
| 1954 .....                       | 90                                                                                | 202         | 292             | 11,7      | 2.925  | 351                                                                                                   | 14        | 70     |
| 1955 .....                       | 118                                                                               | 211         | 329             | 13,2      | 3.300  | 356                                                                                                   | 14,2      | 70     |
| 1956 .....                       | 131                                                                               | 220         | 351             | 14        | 3.500  | 706                                                                                                   | 28,2      | 141    |
| 1957 .....                       | 276                                                                               | 277         | 553             | 19,4      | 4.850  | 577                                                                                                   | 20,2      | 100    |
| 1958 .....                       | 134                                                                               | 287         | 421             | 13        | 3.250  | 719                                                                                                   | 22,3      | 110    |

Sources : 1890-1929 : évaluations de l'auteur et M. G. Lutfalla.

1938 : Crédit Lyonnais, S.G.F., M. G. Lutfalla.

1945-1958 : Crédit Lyonnais et Conseil national du crédit.

et 20 à 25 % pour les autres. La précision suivante s'impose. Notre souci constant de ne pas minimiser les émissions nettes des sociétés métropolitaines a vraisemblablement eu pour résultat de surestimer ces dernières et de sous-évaluer le volume des émissions des autres agents économiques que l'on peut déterminer par différence. En conclusion, il importe de se montrer prudent pour apprécier l'évolution respective des opérations nettes de ces deux groupes d'agents.

La seconde lacune, moins importante, résulte de ce que notre tableau *ne donne pas la ventilation* du produit des *émissions nettes de valeurs mobilières* de l'ensemble des *société métropolitaines*, entre celles qui exercent une activité industrielle ou commerciale et celles qui jouent le rôle d'intermédiaire financier. L'imprécision des statistiques globales, que nous avons utilisées ou élaborées, et le manque d'informations complémentaires ne permettaient pas d'effectuer, de façon sérieuse, une telle répartition. C'est regrettable à un double point de vue. D'une part nous ne pouvons distinguer l'évolution des épargnes collectées par les sociétés industrielles de celles drainées par les intermédiaires ; il est peu probable qu'elle soit identique, bien que les économistes du début du XX<sup>e</sup> siècle s'étonnaient déjà de l'importance des émissions des intermédiaires. D'autre part, nous ne serons pas en état d'éliminer, dans la Troisième Partie, les doubles emplois qui découlent de cette lacune. Les intermédiaires financent les entreprises, pour la majeure partie, sur le produit de leurs émissions de valeurs mobilières. Dans la mesure où l'on tient compte de leurs prêts, il est nécessaire de déduire leurs émissions de l'ensemble des émissions pour recenser séparément les diverses catégories de ressources collectées par les entreprises non financières.

## Section II

### APPRECIATION ET DISCUSSION

#### § 1. — GÉNÉRALITÉS.

A ne prendre en considération que les dates caractéristiques dans une étude de longue période : 1890, 1900, 1913, 1929, 1957 et 1958, il ne semble pas que nous soyons en présence de résultats particulièrement décevants. Sur la base 100 en 1929, l'indice des apports nets du marché financier aux entreprises métropolitaines, en 1957, est inférieur d'environ 25 % à celui du revenu national. Il y a lieu de nuancer sensiblement notre jugement avec la régression des émissions

d'actions en 1958 sous l'influence de la concurrence exercée par l'emprunt 3 1/2 % à capital garanti et des pressions inflationnistes qui ont suscité chez les épargnants beaucoup de réticences et réduit la valeur réelle de leurs apports. Un net redressement apparaît en 1959.

D'une confrontation aussi simplifiée entre le revenu national et le marché financier, on ne peut déduire que cette évolution est satisfaisante. D'une part la renaissance du marché financier est bien récente. D'autre part, la croissance de l'économie française de 1929 à 1958, supposait peut-être qu'au terme de cette période nous nous trouvions en face d'une augmentation plus marquée des apports des épargnants sous forme de valeurs industrielles et certainement qu'elle remonte à une date plus ancienne. Mais quel niveau cette augmentation de la contribution du marché financier aurait elle dû atteindre, compte tenu de l'évolution des autres manifestations de la vie économique. Une réponse précise s'avère impossible. La théorie des structures malgré ses immenses progrès n'est pas encore parvenue à élaborer les instruments d'analyse nécessaires. Faut-il déterminer le taux de progression optimum en fonction du revenu national, de la production industrielle, des investissements du secteur productif, des autres ressources des entreprises, etc. ? A supposer que nous disposions des moyens d'analyse suffisants, les faiblesses des statistiques françaises, sur ces différents termes de comparaison, s'opposeraient à une évaluation de ce taux optimum. Comme il faut cependant prendre parti sur l'évolution du rôle du marché financier, nous ne pouvons, dans ces conditions, qu'avancer des conclusions très nuancées, ou plus exactement, de simples suggestions.

§ 2. — LA PROGRESSION ANCIENNE DES RESSOURCES COLLECTÉES  
PAR LES SOCIÉTÉS MÉTROPOLITAINES, SUR LE MARCHÉ FINANCIER,  
NE POUVAIT SE POURSUIVRE APRÈS 1929.

A. — *Le développement du marché financier de 1890 à 1929.*

Si les études anciennes (1) admettent que les sociétés métropolitaines collectaient, en 1913, un volume beaucoup plus élevé de ressources, par voie d'émissions de valeurs mobilières qu'en 1890, il n'en est pas toujours de même des travaux rétrospectifs. A la fin du XIX<sup>e</sup> siècle, les entreprises, à l'exception de celles qui gèrent un service public — généralement dans le domaine des transports — usent peu

(1) Cf. le Chap. II consacré aux méthodes.

du marché financier. En revanche, à la veille de la première guerre mondiale, celui-ci leur assure à toutes un volume substantiel de capitaux. En 1929, son apport atteindrait, suivant nos calculs (1), le montant de leurs investissements nets. Nous admettons donc que la contribution du marché financier, en faveur des entreprises exploitées en France, a fortement progressé de 1890 à 1929 (moyenne annuelle de l'ordre de 15 %). Les ouvrages du début du xx<sup>e</sup> siècle ne démentent pas nos conclusions. Mais un travail rétrospectif récent (2), particulièrement représentatif, aboutit à des résultats différents. Nous ne pensons pas pouvoir le passer sous silence en raison de son autorité et de ses imprécisions... Cette divergence, avec le « Rapport sur les structures permanentes de l'économie française », résulte d'une interprétation inexacte des statistiques du marché financier. A la page 226 de ce document, nous trouvons le passage suivant : « Le montant des investissements décidés par le marché financier peut être apprécié à partir du montant net des émissions réalisées par les sociétés. » Suit une statistique intitulée « Emissions privées (montant net, en Milliards de francs, valeur 1938) » :

1910-1914 (moyenne) = 19,3 M.

1929-1931 (moyenne) = 26,8 M.

Nous éprouvons quelque peine à critiquer ce document en raison de son imprécision ; il n'y a rien sur les sources, sur l'indice de conversion, sur la signification de l'expression : « Emissions privées, montant net. » S'agit-il des émissions contre espèces, avant amortissements, de la balance des émissions et des amortissements ? Si l'auteur laisse supposer qu'il est question des émissions contre espèces, déduction faite des amortissements, il n'en est rien en fait. Aucune correction n'a été effectuée au titre de ces derniers.

La moyenne donnée par ce Rapport pour les années 1929-1931 est beaucoup trop élevée pour correspondre aux émissions nettes. M. G. Lutfalla dont nous avons apprécié le travail, au chapitre précédent, n'évalue en effet qu'à 20,2 M. de francs 38 la balance des émissions de l'ensemble des agents économiques.

De même, la moyenne donnée pour les années 1910-1914, soit 19,3 M. de francs 1938 ou 2,8 M. de francs 1913 ne peut correspondre qu'au volume des émissions brutes globales. C'est ainsi que suivant M. Lutfalla, les émissions nettes ne dépasseraient pas 2,250 milliards pour la moyenne 1907-1913 et d'après nos recherches 2,250 milliards pour la période 1900-1913.

(1) Cf. note II sur l'Evolution des Investissements des Entreprises.

(2) Statistique et Etudes Financières, supplément, *Finances Françaises*, n° 18. 1953, p. 226.

*La première inexactitude du Rapport sur les structures permanentes de l'économie française provient de ce que cette statistique surestime les apports de capitaux, sur la place de Paris, en ne tenant presque pas compte des amortissements.* Or ceux-ci financent une fraction notable des émissions nouvelles. *La seconde erreur est plus grave. Elle procède d'une assimilation injustifiée des émissions privées et des émissions des sociétés françaises.* L'auteur aurait dû s'efforcer de déduire, dans toute la mesure du possible, le volume des émissions de l'étranger. Ce n'est pas parce que l'Etat français n'emprunte pas à cette époque, que les émissions privées ne proviennent que des sociétés métropolitaines. Enfin, il n'aurait pas été inutile de faire part des placements, en valeurs françaises, effectués par des étrangers. Pour se convaincre du bien-fondé de notre démonstration, il suffit de pousser jusqu'au bout les évaluations de ce Rapport : émissions nettes des sociétés : 2,8 M. + émissions de l'étranger : 1,4 M. + Administrations françaises : 0,2 M. = 4,4 M. L'erreur est évidente. La balance des émissions et des amortissements n'a jamais atteint près de 10 % du revenu national ou 80 % de l'épargne nationale, tous deux calculés suivant les concepts larges de notre époque.

D'aucuns estimeront, peut-être, trop sévère la critique de ce Rapport, anonyme, que nous contesterons à nouveau dans la Deuxième Partie. Il nous semble cependant que les erreurs et les imprécisions dépassent la limite de tolérance qu'un auteur qui dispose de sources bien incertaines est en droit d'attendre de ses lecteurs. De plus cette statistique est trop empreinte de finalité pour ne pas relever la portée politique de certaines opinions. Elle est bien représentative de la manière de voir de certains économistes qui se sont plu à insister sur le déclin du marché financier, déclin qui, pour eux, est le présage avant-coureur et heureux de la chute du système capitaliste. En somme, démontrer que les épargnants et les entreprises ne collaborent plus pour assurer la croissance régulière de l'économie, suivant un des mécanismes essentiels du système, justifierait, dans la pratique, la mise en application de mesures interventionnistes, destinées à remplacer les techniques anciennes — déplaisantes à ce seul titre — mesures susceptibles le cas échéant et, pas toujours involontairement, de hâter les défaillances d'une structure dont nous aurions mauvaise grâce à ne pas douter quelquefois.

B. — *La progression du financement des sociétés métropolitaines sur ressources du marché financier ne pouvait, semble-t-il, se poursuivre au même rythme après 1929.*

La statistique extraite du « Rapport sur les structures permanentes de l'économie française » ne pouvait révéler un taux de progression

très élevé du financement des sociétés métropolitaines sur ressources du marché financier. Le fait de compter au titre de ce moyen de financement les émissions de l'étranger et de ne pas déduire les amortissements conduisait à surestimer très fortement le volume des émissions nettes des sociétés métropolitaines au début du xx<sup>e</sup> siècle. En revanche, le fait de tenir compte à nouveau, des émissions de l'étranger en 1929, alors qu'elles ont beaucoup décliné, et de négliger le produit des amortissements, alors que la dépréciation monétaire en a sensiblement réduit la valeur réelle, n'aboutit plus, en cette année 1929, à une très substantielle surestimation. Autrement dit, les mêmes erreurs n'ont pas les mêmes répercussions pour les années 1913 et 1929 et la statistique citée ne donne pas les éléments utiles sur la progression du financement des entreprises sur ressources du marché financier.

Cette progression résulte, pour nous, beaucoup plus de la régression de la demande de capitaux à long terme de l'étranger et des Administrations que de l'augmentation du volume de l'épargne nationale investie en valeurs mobilières, par rapport au revenu national et par rapport à l'épargne nationale globale.

Avant la première guerre mondiale, l'étranger et, dans une moindre mesure, l'Outre-Mer et les Administrations dominant le marché de Paris. Les sociétés françaises se voient limiter, sans grandes critiques de leur part, la possibilité de financer leurs investissements par émission de titres industriels.

Après la restauration monétaire de R. Poincaré, les rôles sont renversés. L'Etat français procède à un amortissement sans précédent de la dette publique (à long et court terme) qui renforce les disponibilités courantes des particuliers pour souscrire aux émissions des sociétés. De plus, celles-ci ne rencontrent qu'une faible concurrence de la part de l'étranger et de l'Outre-Mer. En 1929, la situation est la suivante : les sociétés métropolitaines sont parvenues à recueillir près des 4/5<sup>e</sup> de l'épargne investie en valeurs mobilières. Pouvaient-elles espérer que la progression de la contribution du marché financier se poursuivrait si les perspectives économiques restaient favorables ? En fait, la grande dépression exige que nous fassions un saut jusqu'à la fin de la seconde guerre mondiale ; la question ne s'est pas posée sur le plan concret.

Nous ne pensons pas que l'évolution qui a caractérisé les années 1890-1929 pouvait se prolonger. En raison de la position dominante de sociétés sur le marché financier en 1929, *cette progression ne pouvait pratiquement plus résulter d'un nouvel effacement de la demande des autres agents économiques* (20 % environ). Elle était subordonnée à une augmentation du volume de l'épargne nationale courante, placée en valeurs mobilières, par rapport à celui de l'épargne

globale et par rapport au revenu national pour ne point se borner à une vue statistique du problème. La poursuite de la progression impliquait au moins une double modification de caractère structurel : un relèvement du taux de l'épargne nationale globale — les particuliers doivent toujours effectuer leurs investissements personnels — et une majoration du taux de l'épargne nationale affectée à la souscription de titres mobiliers à long terme. Or, nous sommes d'avis que tant que dure un système économique, même abâtardi par des apports étrangers les structures font preuve d'une résistance exceptionnelle, à moins qu'il ne soit porté atteinte à l'institution essentielle, en l'occurrence, la propriété privée et son corollaire, la dévolution privée des profits. En conséquence, les structures économiques s'opposaient à la poursuite du développement des apports des épargnants aux entreprises sur le même rythme que pendant la période 1890-1929.

§ 3. — UNE « HONNÊTE PROGRESSION »  
DE LA CONTRIBUTION DU MARCHÉ FINANCIER  
N'AURAIT SANS DOUTE PAS RÉSOLU LES PROBLÈMES FINANCIERS  
DES SOCIÉTÉS MÉTROPOLITAINES APRÈS 1945.

L'aspect très théorique des développements regroupés sous ce titre les rend éminemment sujets à critique, et il n'est point question que nous attribuions à nos considérations le caractère d'une profession de foi.

A. — *La progression ancienne*  
*aurait-elle résolu les difficultés financières des entreprises*  
*après la seconde guerre mondiale ?*

Il ne nous apparaît pas, compte tenu des variations du revenu national, que la poursuite de la progression de la contribution du marché financier à la satisfaction des besoins de capitaux à long terme des entreprises aurait résolu leurs difficultés financières. D'une part, il est probable que l'augmentation du taux des investissements de ces agents économiques, au cours des années récentes, par rapport à la période 1890-1929, aurait exigé que le marché financier progresse suivant un taux plus élevé encore que le taux ancien. D'autre part, l'amenuisement des apports réalisés sur le produit des amortissements d'obligations, à la suite de la dépréciation monétaire, aurait nécessité un accroissement du pourcentage de l'épargne courante investie en valeurs mobilières pour compenser ce manque de ressources des particuliers. Enfin, il ressort des recherches que nous exposons dans la

Deuxième Partie que les profits non distribués auraient été longtemps inférieurs, en valeur absolue, à ceux des années 1929 et 1938 et qu'ils marqueraient toujours un certain retard par rapport aux autres manifestations essentielles de la vie économique. En conséquence, les apports du marché auraient dû également relayer, en partie, ce moyen de financement et presque en totalité... si on se limite aux entreprises du secteur public (1).

Le taux de progression des apports du marché financier aux entreprises aurait dû être extrêmement élevé, *semble-t-il*, pour qu'elles ne se heurtent pas à des « difficultés anormales » de financement. Ce « taux optimum » impliquait une évolution, une adaptation des structures qui ne pouvait, suivant nous, se produire spontanément ou même sous la pression des dirigeants.

B. — Une « progression honnête » des apports du marché financier aurait-elle résolu les difficultés financières des entreprises ?

La réponse se déduit aisément des développements précédents. Dans la mesure où les épargnants auraient eu un « comportement honnête », en éprouvant un goût du risque plus marqué, dans la mesure où la politique de nos gouvernants aurait été meilleure, dans ses intentions et dans ses résultats, il est vraisemblable qu'une progression honnête aurait caractérisé l'évolution des dix dernières années du marché financier. Sa contribution ne serait pas restée à un niveau aussi faible jusqu'à un temps très proche. En outre, elle serait plus élevée aujourd'hui.

Mais il ne nous paraît pas que les difficultés financières des entreprises auraient été résolues *ipso facto*. Les modifications de structure, qui se seraient éventuellement produites dans cette conjoncture, n'auraient pas été suffisantes pour que le taux ancien de progression des apports du marché financier se manifeste à nouveau. En raison de la position dominante des sociétés en 1929, cela aurait supposé une augmentation notable du taux d'épargne nationale et du taux des épargnes investies en valeurs industrielles. Or, comme nous venons de le voir, ce taux ancien aurait sans doute été incapable d'aplanir ces difficultés. *A fortiori*, en est-il de même pour le taux honnête. Quant au taux réel, longtemps en régression, il a été à l'origine des problèmes très complexes, sur lesquels de nombreux auteurs se sont penchés, qui nous permettent de ne pas nous attarder davantage sur cette question, tout en regrettant que certains économistes n'aient pas nuancé leurs points de vue en faisant les distinctions précédentes.

(1) Cf. Troisième Partie, Chapitre II.

## CONCLUSION

Nous nous sommes écarté, à la fin de ce chapitre, du travail qui était habituellement le nôtre : l'exposé fastidieux de nos méthodes de recherches et de l'imprécision de nos résultats... Ces considérations, sur les relations entre le marché financier et les entreprises, ne peuvent avoir une grande portée ; on ne reconstruit pas le passé. Mais elles montrent, cependant, qu'un essai statistique sur l'évolution des structures ne peut se passer d'un appareil d'analyse théorique très développé. Sans être familier de la théorie des structures, il nous semble, toutefois, que le progrès des études statistiques de ce genre reste, sur certains points, davantage subordonné au perfectionnement des moyens d'analyse qu'à celui des méthodes d'utilisation des évaluations anciennes.

## **DEUXIÈME PARTIE**

---

### **ESSAI STATISTIQUE SUR L'ÉVOLUTION DU FINANCEMENT INTERNE DES ENTREPRISES, EN FRANCE, DE 1890 A 1958**



L'évolution du financement interne des entreprises pose de multiples problèmes. Qu'ils soient d'ordre théorique ou pratique, ils s'avèrent toujours difficiles à résoudre. Sur le plan conceptuel, il s'agit de donner un sens précis aux expressions qui ont trait au financement interne des entreprises. Sur le plan statistique, il importe de recenser, au titre de chaque concept, un seul et même flux, une quantité homogène et pure. Or, si l'on consulte les rapports des diverses agences d'information économique, on ne peut que regretter le manque de rigueur de la terminologie, les différences profondes entre les chiffres présentés sous les mêmes rubriques. Cette diversité dans les évaluations, relatives à des phénomènes identiques, suscite trop souvent des interprétations inexactes de la situation des entreprises. Cette remarque a une extrême importance lorsqu'elle concerne une étude de longue période ; les comparaisons, que celle-ci implique, supposent que l'on accorde une grande attention à la signification des chiffres utilisés pour chaque année ou chaque période. Or, c'est précisément dans ces cas là qu'il est le plus difficile d'appliquer cette règle. Ou les auteurs anciens ne disposaient pas encore des moyens d'analyse actuellement employés, et les éléments qu'ils donnent ne peuvent être regroupés comme on le désirerait, ou la question que l'on aurait souhaité être étudiée par eux ne présentait pas d'intérêt à leur époque, et il faut alors procéder à des recherches rétrospectives sur des bases très fragiles. Les lacunes de l'histoire économique du siècle dernier et du début de notre siècle expliquent, à notre avis, avec certaines déficiences des statistiques actuelles, les divergences entre nos conclusions et l'opinion dominante à notre époque sur l'évolution du financement interne des entreprises.

Les développements consacrés au choix d'une définition, et surtout ceux qui ont trait aux justifications des estimations, trouvent plus leur fondement dans le désir de fournir des éléments susceptibles de servir à d'autres études que dans celui de présenter, de façon définitive, les grandes lignes de l'évolution du financement interne des entreprises.

## CHAPITRE PREMIER

---

### LA DÉLIMITATION DU FINANCEMENT INTERNE DES ENTREPRISES

---

La présentation rapide des divers documents officiels qui proposent des statistiques sur le financement interne des entreprises nous permettra de préciser la conception que nous avons retenue et, plus particulièrement, son contenu concret.

#### *Section première*

##### LE RAPPORT DE LA COMMISSION DES INVESTISSEMENTS.

Le contenu des concepts utilisés par le Rapport de la Commission des Investissements — devenu le Rapport du Fonds de Développement Economique et Social — pour évaluer l'importance des divers moyens de financement diffère suivant l'ancienneté des documents consultés et suivant les chapitres examinés à l'intérieur de chaque publication.

Dans une première phase : « la Commission des Investissements a pris pour règle de réputer *autofinancement* les ressources propres des entreprises consacrées à la réalisation (d'investissements) au-delà des dépenses effectives (non des dépenses théoriquement nécessaires) de renouvellement exposées par ces entreprises. Au reste, dans le cas des entreprises nationales, « l'autofinancement » retenu dans les bud-

gets d'équipement est en principe la partie des profits bruts (profits avant amortissements) qui a pu être consacrée à la modernisation ou à l'équipement, le maintien en l'état étant, par ailleurs, assuré d'une manière supposée suffisante » (1). La rubrique « autofinancement » regroupe donc les « dépenses d'investissements *neufs* » effectuées sur ressources propres. Mais, comme ils comprennent une fraction importante des achats de biens d'équipement effectués pour maintenir en état la capacité de production, la notion de fonds propres telle qu'elle est entendue par la Commission des Investissements n'a aucune signification précise ; elle laisse même supposer que les ressources internes sont plus importantes qu'elles ne le sont en réalité, dans la mesure où les documents de base utilisés — et c'est le cas pour ceux fournis par les entreprises publiques — sous-estiment sensiblement les amortissements (2).

Depuis quelques années, la C.I. — maintenant le F.I.D.E.S. — présente un tableau de financement global des investissements bruts à partir des Comptes de la Nation. Nous ne pouvons utiliser les évaluations relatives aux ressources propres ; il n'est donné aucune ventilation entre celles qui sont destinées aux amortissements et celles qui permettent d'accroître la capacité de production. Or, seules ces dernières nous intéressent. De leur côté, les comptes détaillés, par entreprise ou groupes d'entreprises, sont élaborés suivant les méthodes employées lors de la rédaction des premiers rapports de la C.I. ; leur hétérogénéité ne permet pas de considérer les excédents du compte d'exploitation de ces entreprises comme constitutifs d'une épargne véritable, susceptible d'accroître leurs actifs.

## Section II

### LE RAPPORT DU COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN.

Depuis que le Commissariat au Plan n'est plus chargé de l'élaboration d'une comptabilité nationale sommaire, son évaluation des ressources propres des entreprises est très proche de celle de la Commission des Investissements. *L'autofinancement* comprend, dans une mesure variable suivant les secteurs économiques, un pourcentage

(1) Quatrième Rapport de la Commission des Investissements-Statistiques et Etudes Financières, supplément 1952, n° 13, p. 125.

(2) Rapport sur les comptes de la Nation, *Méthodes*, p. 230, Paris, 1955.

élevé des fonds internes à affecter au maintien en état des biens d'équipement existants.

### *Section III*

#### LE RAPPORT SUR LES COMPTES DE LA NATION.

A la différence des documents précédents, les Comptes de la Nation s'efforcent de dégager la fraction des ressources propres servant aux amortissements et celle disponible pour d'autres emplois. Il en résulte un progrès immense dans l'évaluation du financement interne des entreprises. Mais il y a lieu de regretter, à notre avis, qu'au débit du « Compte d'Affectation des Entreprises » ne soit pas effectuée une distinction plus nette entre les divers éléments constitutifs du « revenu net non distribué des sociétés » ou des revenus réinvestis par les entreprises individuelles. Une lecture hâtive de ce document — et nous ne pensons pas à une hypothèse purement théorique — risque d'aboutir, dans ces conditions, à un jugement erroné sur le volume des ressources que les entreprises tirent de leur activité industrielle, agricole, etc., pour accroître leurs actifs propres.

### *Section IV*

#### L'ANNUAIRE DE L'I.N.S.E.E.

Les modifications apportées par l'I.N.S.E.E. aux évaluations de la comptabilité nationale répondent au souci de ne compter au titre des « revenus non distribués des sociétés » que des fonds qui proviennent de leur activité économique. La fraction des revenus d'exploitation, conservée par les entreprises, doit seule être considérée comme constitutive des fonds propres dont elles bénéficient au cours d'une période. Cette notion implique que soient déduits des chiffres donnés par la comptabilité nationale les subventions d'équilibre et d'équipement, les indemnités de dommages de guerre et les plus-values des stocks. Nous reprendrons la conception de l'I.N.S.E.E., de beaucoup plus satisfaisante à nos yeux, pour suivre l'évolution du financement interne des entreprises. Elle met en œuvre une notion précise, homogène, interprétée par chacun avec le minimum d'erreur possible. Financement interne, épargne privée forcée, bénéfices ou profits nets non répartis apparaissent alors comme des expressions ayant la même signification. La réalité qu'elles représentent, de façon chiffrée, indique le mieux la situation des entreprises.

## CHAPITRE II

---

### LES MÉTHODES D'ÉLABORATION DES STATISTIQUES SUR LE FINANCEMENT INTERNE DES ENTREPRISES

---

De nouveau, l'inégale valeur des sources d'information économique exige que notre exposé soit décomposé en trois parties, dont les charnières sont les années 1913, 1938 et 1949.

#### *Section première*

#### LA PÉRIODE 1890-1913.

Afin d'éclairer au maximum l'opinion de notre lecteur sur le degré de précision — ou plutôt d'imprécision — de nos estimations, et d'alléger les développements du dernier chapitre, nous avons jugé opportun de ne pas résumer à l'excès les recherches que nous avons dû mener avant de procéder aux estimations relatives au financement interne des entreprises. De l'évaluation de l'épargne nationale moyenne de 1900 à 1913, nous passerons à celle de ses emplois, pour en déduire successivement l'autofinancement des entreprises durant cette même période, et leurs épargnes nettes en 1890, 1900 et 1913.

§ 1. — L'ÉVALUATION DE L'ÉPARGNE NATIONALE  
(MOYENNE 1900-1913).

Les travaux de Colson sont, en la matière, les plus complets. Cet économiste évalue, au tome III de son *Traité*, la Fortune Nationale (privée et publique) à 229 M. à la fin de 1899, et à 302 M. en décembre 1913. L'augmentation de 73 M., en quatorze ans, donne un accroissement moyen annuel de 5,2 M. Colson en conclut : « Nous pouvons affirmer que l'épargne a grossi la richesse nationale dans cet intervalle d'environ 5 M. » (1). Contrairement à ce qui est quelquefois soutenu, il s'agit de l'épargne nette et non de l'épargne brute ; cependant, cette quantité est inférieure à la réalité par suite du procédé de comptabilisation des « pertes », suivant l'expression des auteurs anciens. Certaines doivent incontestablement être considérées comme une consommation de biens de capitaux résultant d'une épargne préalable (déficits d'exploitation, etc.). Les autres, en revanche, ne doivent pas être imputées sur l'épargne courante sous prétexte qu'elles sont compensées par elle. Les pertes sur capital ancien (capital existant au début de la période d'analyse), comme la faillite d'une société étrangère financée par des Français, ne limitent aucunement l'épargne courante ; il n'y a aucune liaison entre ces deux phénomènes. La ventilation des 800 millions de pertes, moyenne annuelle généralement retenue (P. Leroy-Beaulieu, R. Pupin), est assez délicate. Autant qu'on puisse avancer un chiffre, il semble qu'il faille ajouter 300 millions au volume de l'épargne, déterminé à partir des variations de la Fortune Nationale, pour connaître l'épargne nationale globale. Bien que nous pensions que le chiffre de 5,5 M. ( $5,2 + 0,3$ ) soit plus proche de la réalité que celui de 5 M., nous retiendrons ce dernier pour éviter toute surestimation, d'autant plus que celle-ci affecterait le volume de l'autofinancement des entreprises et des ménages en raison de la méthode que nous avons dû adopter. Notre travail prête le flanc à des critiques sérieuses ; mais il ne semble pas qu'un autre procédé d'investigation soit beaucoup plus satisfaisant. Colson est l'auteur du début du *xx<sup>e</sup>* siècle auquel on peut accorder le maximum de crédit. Ses estimations sont le fruit de très nombreuses années de recherches ; les recoupements que permettent les ouvrages des autres économistes de l'époque (P. Leroy-Beaulieu, R. Pupin, J. Lescure, etc.) confirment les résultats proposés par Colson. Plus récemment, Divisia, Pupin et

(1) COLSON, *Traité d'économie politique*, t. III, p. 365.

Roy (1) lui ont rendu un nouvel hommage ; ils estiment qu'en dépit des progrès considérables de l'appareil statistique français, ils n'ont pu, au cours de travaux analogues sur la période actuelle, obtenir des chiffres meilleurs que ceux établis par C. Colson, par suite de la complexité croissante de la vie économique.

## § 2. — LES EMPLOIS DE L'ÉPARGNE NATIONALE (MOYENNE 1900-1913).

Le volume de l'épargne nationale étant connu, la recherche de ses divers emplois, à l'aide essentiellement des données statistiques fournies par Colson, nous permettra d'estimer, par déduction, l'importance du financement interne des entreprises. La longueur des développements consacrés aux emplois de l'épargne nationale nous pousse à présenter dès maintenant les résultats obtenus afin de faciliter la compréhension de notre exposé méthodologique.

Le tableau XII, résumé de nombreuses lectures, pourrait être longtemps commenté, et surtout critiqué... Notre travail aura surtout pour but de mettre au fait le lecteur sur la précarité des conclusions qui peuvent en être tirées. L'œuvre de Colson constitue, ici encore, le point de départ de nos recherches. Ses deux indications, de caractère très général, au sujet des emplois de l'épargne nationale, doivent être complétées par d'autres sources d'information : « Nous pouvons affirmer que l'épargne en France a grossi la Richesse Nationale dans cet intervalle d'environ 5 M. par an. *La moitié* était employée en valeurs mobilières nouvelles et prêts de toute nature ; *l'autre moitié* était constituée par des améliorations culturelles, effectuées surtout sur les domaines que les propriétaires exploitent eux-mêmes, par les constructions de maisons nouvelles, par l'extension des établissements industriels ou commerciaux appartenant soit à des particuliers, soit à des sociétés anonymes développant leurs entreprises au moyen de prélève-

(1) « En présentant cette nouvelle brochure, nous entendons rendre hommage à la mémoire de notre Maître Clément Colson qui, par ses travaux sur le revenu et la fortune de la France, ouvrit la voie à des recherches considérées aujourd'hui, à juste titre, comme absolument nécessaires pour orienter les décisions des responsables de notre économie et de nos finances publiques. Ses grandes estimations de 1900, 1913 et 1925, demeurent, en cette matière, une base irremplaçable à laquelle il est — et sera longtemps encore —, indispensable de se référer, tant pour les concepts et méthodes que pour les résultats numériques. »

DIVISIA, DUPIN, ROY : *A la recherche du franc perdu*, t. III : « Fortune de la France », p. 3.

ments sur les bénéfices annuels, comme le font la plupart des sociétés minières ou métallurgiques françaises » (1).

TABLEAU XII

*Compte de Capital simplifié de la Nation  
(moyenne 1900-1913).*

En milliards de francs courants.

| Emplois                                             |       | Ressources                         |      |
|-----------------------------------------------------|-------|------------------------------------|------|
| Investissements des entreprises .....               | 2,250 | Epargne des Ménages ..             | 4    |
| — autofinancement .....                             | 1,600 | — particuliers ..                  | 3,4  |
| — marché financier .....                            | 0,650 | — entrepreneurs individuels .....  | 0,6  |
| Construction d'habitations .....                    | 0,850 | Epargne des Sociétés ...           | 1    |
| Epargne liquide et divers .....                     | 0,300 |                                    |      |
| Autres émissions nettes de valeurs mobilières ..... | 1,600 |                                    |      |
| — étranger .....                                    | 1,4   |                                    |      |
| — administrations .....                             | 0,2   |                                    |      |
| — soc. françaises à l'étranger .....                |       |                                    |      |
|                                                     | 5 M.  |                                    | 5 M. |
| Ajustement .....                                    | ±0,5  | Ajustement .....                   | ±0,5 |
| dont                                                |       | dont                               |      |
| Prêts directs à l'Etranger.                         |       | Prêts directs à l'Etranger.        |      |
| Investissements nets des Administrations.           |       | Epargne nette des Administrations. |      |

*A. — Les souscriptions nettes de valeurs mobilières.*

Le volume de l'épargne nette investie en valeurs mobilières a été calculée au chapitre précédent : 2,250 M. pour la moyenne 1900-1913 :

- augmentation du portefeuille français de valeurs mobilières : 26 M. en quatorze ans, soit 1,9 M. en moyenne ;
- pertes sur valeurs mobilières dépréciées : 0,350 M. en moyenne ;
- émissions nettes de valeurs mobilières :  $1,9 + 0,350 \text{ M.} = 2,250 \text{ M.}$ , dont :

|                                 |          |
|---------------------------------|----------|
| Sociétés métropolitaines .....  | 0,650 M. |
| Etranger .....                  | 1,400 M. |
| Autres agents économiques ..... | 0,200 M. |

Les prêts de toute nature sont constitués par les prêts notariaux, familiaux, les dépôts en banques, etc., qu'il serait trop hasardeux de

(1) C. COLSON, *Traité d'économie politique*, t. III, pp. 365 et 427.

ventiler. Ils se retrouvent, pour partie, dans l'autofinancement des entreprises et des ménages.

### B. — *L'épargne liquide.*

Notre évaluation de 300 millions pour l'épargne liquide (thésaurisation, etc.) repose sur les indications fournies par R. Pupin et A. Neymarck (1) et sur les statistiques des organismes de prévoyance (caisses d'épargne, etc.). Les remplois effectués par ces derniers, en valeurs mobilières, sont comptabilisés dans la rubrique précédente (environ le quart des émissions placées en France).

### C. — *Les constructions nettes.*

*Les constructions nettes de logements figurent pour 0,850 M. et celles de locaux industriels pour 0,250 M.* Nos principales sources de documentation sont les suivantes :

1° Une enquête, effectuée en 1899-1900, estime la valeur vénale des propriétés bâties à 57,1 M. En 1913, Colson retenait 71 M. après mise à jour de l'enquête menée en 1909-1910. L'accroissement total de 14 M., en 14 ans, donne une augmentation annuelle moyenne de 1 M. Cette ancienne méthode d'évaluation sous-estime plutôt la valeur des constructions nouvelles et tient assez largement compte de l'annuité d'amortissement (1/4 de la valeur locative pour les maisons et 40 % pour les « usines »).

2° R. Pupin (2) estime que les constructions neuves élevées en France, de 1910 à 1913, ont atteint environ 4,6 M., soit une moyenne annuelle de 1,150 M. Son chiffre est plus élevé que celui de l'enquête par suite de l'expansion de la construction quelques années après le début du xx<sup>e</sup> siècle.

3° *Les déclarations de succession*, entre 1898 et 1908, donnent une augmentation de 246 millions pour la valeur des immeubles urbains. Si l'on retient le coefficient 3,5, l'accroissement réel moyen ressortirait à 860 millions (3). Cette statistique ne tient compte que de la propriété immobilière, individuelle et industrielle : logements et locaux des entreprises individuelles privées.

(1) R. PUPIN, *La richesse de la France devant la guerre*, p. 142 ; « L'épargne en France et ses placements dans la période d'avant-guerre », *Journal de la Société de statistiques de Paris*, 1919, p. 246.

A. NEYMARCK, *Journal de la Société de statistiques de Paris*, 1906, p. 201.

(2) R. PUPIN, « L'épargne française et ses placements dans la période d'avant-guerre », *Journal de la Société de statistiques de Paris*, 1919, p. 246.

(3) Les patrimoines sont censés changer de mains tous les trente-cinq ans.

4° Enfin, l'Administration des Finances évalue la valeur vénale des « usines » en 1899-1900 à 3,981 M. Mettant à jour l'enquête de 1909-1910, Colson porte cette somme à 7 M. pour 1913. L'augmentation totale correspond à une variation annuelle moyenne de 215 millions. Mais la notion d'usines ne s'identifie pas à celle de locaux industriels, commerciaux et agricoles ; elle exclut certains bâtiments du secteur productif (gares, commerces) ; elle comprend, en revanche, certains biens d'équipement autres que des immeubles industriels. On retiendra donc 250 millions pour la construction nette de locaux affectés aux entreprises.

Les évaluations, données par ces diverses sources, se recoupent de façon assez satisfaisante. Nous ne pensons pas, cependant, qu'il faille, pour cette seule raison, accorder un trop grand crédit à la ventilation proposée des investissements en bâtiments et biens d'équipement. Le rapport entre les dépenses nettes de construction des ménages et des entreprises paraît, en effet, assez faible. Quoi qu'il en soit, nous ne pouvons que conserver ces chiffres, espérant que d'autres recherches permettront, éventuellement, d'améliorer nos résultats.

|                                             |          |
|---------------------------------------------|----------|
| — Constructions nettes des ménages .....    | 0,850 M. |
| — Constructions nettes des entreprises .... | 0,250 M. |

#### D. — L'accroissement des stocks et les achats de biens d'équipement.

Le dernier emploi de l'épargne nationale, que nous entendons mentionner dans notre tableau XII, relatif au compte de capital simplifié de la Nation, est constitué par l'accroissement des stocks et les achats de biens d'équipement des entreprises.

Il n'existe aucune statistique sur l'évolution des stocks. Dans ces conditions, nous ne pouvons obtenir quelques éléments d'appréciation, sur ce sujet, qu'en nous reportant à nos recherches précédentes sur les variations des crédits à court terme distribués aux entreprises métropolitaines par le système bancaire français.

|                 | Variations des crédits<br>à court terme | Moyenne annuelle |
|-----------------|-----------------------------------------|------------------|
| 1895-1900 ..... | + 1,6 M.                                | + 0,320 M.       |
| 1900-1905 ..... | + 2,1 M.                                | + 0,420 M.       |
| 1905-1910 ..... | + 3 M.                                  | + 0,600 M.       |
| 1910-1913 ..... | + 2,5 M.                                | + 0,833 M.       |
| 1900-1913 ..... | + 7,6 M.                                | + 0,585 M.       |

Cette statistique constitue un fil conducteur bien mince. Toutefois, nous pensons pouvoir en déduire que l'accroissement moyen des

stocks serait de l'ordre de 400 millions de 1900 à 1913. Pour les dates extrêmes, nous retiendrons les chiffres ci-après : 350 millions en 1900 et 450 millions en 1913.

La moyenne annuelle des investissements des entreprises se décomposerait alors de la façon suivante :

(moyenne 1900-1913)

|                            |                 |
|----------------------------|-----------------|
| — Biens d'équipement ..... | 1,600 M.        |
| — Bâtiments .....          | 0,250 M.        |
| — Stocks .....             | 0,400 M.        |
| <b>TOTAL....</b>           | <b>2,250 M.</b> |

Cette dernière statistique tend à confirmer notre impression que le volume de la construction nette de bâtiments industriels a été sous-estimé. Nous regrettons de ne pouvoir indiquer le rapport, aujourd'hui constaté, entre les deux premiers types d'investissements du secteur productif. Les comptes de la Nation ne donnent pas les éléments pour opérer cette ventilation.

### § 3. — LE FINANCEMENT INTERNE DES ENTREPRISES. (moyenne 1900-1913)

#### A. — *L'autofinancement des entreprises.*

La moyenne annuelle des investissements nets de 1900 à 1913 étant connue, de même que celle des apports du marché financier, nous pouvons en déduire le volume moyen de l'autofinancement de l'ensemble des entreprises.

|                                    |          |
|------------------------------------|----------|
| — Autofinancement .....            | 1,600 M. |
| — Investissements nets .....       | 2,250 M. |
| — Apport du marché financier ..... | 0,650 M. |

Cette notion de l'« autofinancement » n'est pas aussi « pure » que nous l'aurions désiré ; elle comprend des ressources extérieures aux entreprises, tels que des prêts familiaux ou notariaux, etc. de l'ordre de 150 millions ? En revanche, elle exclut, par définition la partie des bénéfices non distribués qui n'a point servi à la constitution d'investissements fixes ou à la formation de stocks ; le volume des profits conservés par les sociétés est en effet supérieur aux fonds propres réinvestis dans l'entreprise : le solde étant employé sous la forme de souscription de valeurs mobilières, de dépôts bancaires, etc.

### B, — *Les éléments de recoupement.*

Certains jugeront vraisemblablement trop élevée cette évaluation de 1,6 M., surtout lorsqu'ils la compareront aux apports nets du marché financier pendant la même période (0,650 M.). Nous avouons pencher pour l'opinion contraire. Dans la mesure où l'on rapproche cette statistique des éléments de recoupement — disons plutôt d'appréciation — fournis par les économistes du début du xx<sup>e</sup> siècle, il ne semble pas y avoir de divergences profondes. Il importe de noter que ceux-ci se prononcent, comme ils le rappellent sans cesse, avec une extrême prudence, et sont enclins de ce fait à sous-estimer les quantités proposées.

1° L'estimation la plus ancienne, à notre connaissance, est celle de P. Leroy-Beaulieu (1). Il envisage la situation des entreprises à la fin du xix<sup>e</sup> siècle ; ses concepts sont peu satisfaisants : « Puis il y a les plus-values, en dehors de toute incorporation de capital, des entreprises particulièrement bien conduites et heureuses qui peuvent s'élever à 400 ou 500 millions. » Même si l'on tient compte de l'époque à laquelle a trait cette évaluation (1897-1898), il est certain qu'elle tend à être inférieure à la nôtre.

2° L'extrait suivant, de l'un des ouvrages de J. Lescure (2) est plus favorable à notre thèse : « Nous savons qu'il y a lieu d'ajouter les prélèvements effectués par les sociétés anonymes et portés aux fonds de réserves. C'est là une source d'épargne qui est loin d'être négligeable ; car nos sociétés par actions se distinguent par les prélèvements très élevés portés à leurs fonds de réserves. On peut estimer à plusieurs centaines de millions les sommes portées en réserves par l'ensemble de nos sociétés. » Or, si on décompose le chiffre qu'il donne pour l'épargne nationale, vers 1902-1905, on voit qu'il compte pour 500 millions les profits conservés par les sociétés. Comme celles-ci occupent une « place » plus restreinte dans les structures de l'économie française, au début du xx<sup>e</sup> siècle, il y a lieu de majorer sensiblement cette somme pour passer des profits conservés par les sociétés à ceux réinvestis par l'ensemble des entreprises.

3° Notre évaluation se compare de façon plus satisfaisante aux éléments fournis par R. Pupin (3) ; ses ouvrages sont d'une très haute

(1) P. LEROY-BEAULIEU, *Traité théorique et pratique d'économie politique*, p. 236, Paris, 1905.

(2) J. LESCURE, *L'épargne en France*, pp. 68 et 69, Paris, 1936.

(3) R. PUPIN, *Richesse privée et finances françaises de l'avant-guerre à l'après-guerre*, p. 17, Paris, 1919.

R. PUPIN, « L'Epargne française », *Journal de la Société de statistiques de Paris*, 1919, p. 246.

tenue, en particulier, sur le plan conceptuel ; chaque nouvel écrit se caractérise par les progrès remarquables dans les moyens d'investigation. Comme J. Lescure, mais avec combien plus d'originalité, il s'intéresse aux profits retenus par les sociétés. « Notre évaluation de 500 millions pour les profits non répartis, en 1911, est certainement très faible, car les entreprises collectives n'ont pas coutume de distribuer 80 % de ce qu'elles gagnent. » Pour l'année 1913, il porte son estimation à 700 millions. Dans la mesure où l'on voit avec quelle prudence R. Pupin avance ce chiffre, qui ne tient pas compte des profits réinvestis par les entrepreneurs individuels, les résultats proposés par cet auteur et par nous, sans être identiques, ne divergent pas trop.

4° Enfin, nous ne saurions clore ces citations sans reprendre le passage du Traité de Colson (1) : « L'autre moitié (de l'épargne globale :  $\frac{5}{2}$  M.) était constitué par les améliorations culturelles, par les constructions de maisons nouvelles, par l'extension des établissements industriels ou commerciaux. » L'autofinancement des divers agents économiques nationaux serait donc d'environ 2,5 M. Si l'on admet, conformément aux résultats proposés, que les « ménages » ont consacré 850 millions à l'édification de logements, les réparations étant par ailleurs effectuées, les entreprises auraient alors réinvesti, chaque année, leurs bénéfices à raison de 1,6 M. environ.

*C. — La ventilation de l'autofinancement global  
entre les sociétés et les entreprises individuelles.*

La ventilation de notre estimation de l'autofinancement moyen de l'ensemble des entreprises en fonction de leur statut juridique soulève des difficultés sérieuses. L'essai que nous avons tenté n'a pu l'être suivant la méthode que nous aurions désiré appliquer. Colson ne fournit pas les données nécessaires pour opérer cette répartition. L'introduction d'éléments hétérogènes, de chiffres provenant d'autres auteurs ne semble pas, cependant, nuire exagérément à l'unité de nos recherches. Les travaux de R. Pupin comblent des lacunes auxquelles nous nous heurtons en nous limitant aux documents fournis par le premier auteur. Ces deux statisticiens aboutissent à des résultats voisins, lorsqu'ils observent des sujets identiques. Il est du reste éton-

(1) COLSON, *Traité d'économie politique*, t. III, pp. 365 et 427.

nant qu'ils ne soient jamais cités — du moins à notre connaissance — alors qu'on ne peut lire aujourd'hui un texte économique sans trouver de multiples références à un nombre illimité de publications.

R. Pupin s'est surtout intéressé à « l'épargne privée volontaire ». Ses évaluations font généralement autorité en la matière. Toutefois, ceux qui ont repris ses calculs n'ont pas toujours autant fait attention qu'il aurait été souhaitable à l'évolution de ses concepts et à la portée de leur contenu. Alors qu'en 1916, R. Pupin parle à la fois « d'épargne privée volontaire » et « d'épargne réelle » (qui comprend en plus les pertes), en 1919, il n'emploie plus que l'expression « épargne réelle ». Si celle-ci recouvrait, dans les deux estimations, la même réalité économique, il faudrait en déduire que les « ménages » ont vu décroître le volume de leurs épargnes de 1911 à 1913 par rapport aux années 1903-1911. Or, une telle conclusion serait absolument contraire à la pensée de R. Pupin.

*Termes de R. Pupin et les données statistiques correspondantes  
(avant toute correction).*

| Années                              | « Épargne privée<br>volontaire » | « Pertes » | « Épargne réelle » |
|-------------------------------------|----------------------------------|------------|--------------------|
| (Moyenne<br>annuelle)               |                                  |            |                    |
| 1903-1911 (1) ...                   | 3,5 M.                           | 0,750 M.   | 4,250 M.           |
| 1911 .....<br>(Moyenne<br>annuelle) | 3,7 M.                           | 0,800 M.   | 4,500 M.           |
| 1911-1913 (2) ...                   | —                                | —          | 4,300 M.           |

La diminution de « l'épargne réelle » de 1911 à 1913 ne résulte pas d'une augmentation de la consommation ou d'une chute du revenu national, mais au contraire d'une modification apportée au contenu de ce concept. R. Pupin a perfectionné, en 1919, sa méthode d'analyse ; il est parvenu à faire une distinction assez nette entre l'augmentation de la « fortune privée » et « l'épargne courante volontaire », par définition, de nature privée. Ces deux quantités globales, tout en variant généralement dans le même sens, ne connaissent pas des fluctuations égales. Alors qu'en 1916, R. Pupin n'a considéré comme épargne privée volontaire que l'accroissement de la fortune privée, en 1919, il a tenu compte, en plus de cette quantité, de la fraction de l'épargne

(1) *La richesse de la France devant la guerre*, p. 86, Paris, 1916.

(2) « L'épargne française et ses placements dans la période d'avant-guerre ». *Journal de la Société de statistique de Paris*, 1919, p. 246.

privée volontaire qui a compensé certaines pertes subies par la fortune privée, les autres pertes correspondant à une consommation immédiate de capital (1). On peut résumer de la façon suivante l'évolution du contenu des concepts de R. Pupin.

En 1916 :

Épargne réelle = épargne privée volontaire + toutes les pertes.

En 1919 :

Épargne réelle = épargne privée courante  
= épargne privée volontaire + certaines pertes.

Compte tenu de ces observations, il y a lieu de remplacer le tableau précédent par celui-ci :

*Épargne courante des ménages.*

En milliards de francs courants.

| Années                | Épargne privée volontaire       |                                                        | Total ou<br>épargne courante<br>des ménages |
|-----------------------|---------------------------------|--------------------------------------------------------|---------------------------------------------|
|                       | augmentant<br>la fortune privée | compensant<br>certaines pertes<br>de la fortune privée |                                             |
| (Moyenne<br>annuelle) |                                 |                                                        |                                             |
| 1900-1903 .....       | —                               | —                                                      | —                                           |
| (Moyenne<br>annuelle) |                                 |                                                        |                                             |
| 1903-1911 .....       | 3,5                             | 0,4                                                    | 3,9                                         |
| 1911 .....            | 3,7                             | 0,4                                                    | 4,1                                         |
| (Moyenne<br>annuelle) |                                 |                                                        |                                             |
| 1911-1913 .....       | 3,9                             | 0,4                                                    | 4,3                                         |

Ces évaluations ne peuvent combler les lacunes statistiques de l'ouvrage de Colson sur l'autofinancement des entreprises en fonction de leur statut juridique que dans la mesure où elles sont élaborées suivant les mêmes principes. Or, comme nous avons pu nous en rendre compte à plusieurs reprises, les chiffres avancés par R. Pupin sont

(1) Exemple : A la fin de l'année 1912, la fortune privée s'élève à X milliards. En 1913, on enregistre la faillite d'une société russe financée par les « Ménages » français ; les titres sont supposés perdre de ce fait toute valeur. On constate également que des « prodiges » ont consommé une partie de leur capital. Pour évaluer la fortune privée au 31 décembre 1913, il y a lieu de déduire de l'épargne nouvellement formée les deux « pertes » indiquées ci-dessus. Mais pour évaluer l'épargne courante volontaire, on doit négliger les pertes sur titres, et soustraire, en revanche, les sommes « désépargnées » par les prodiges.

légèrement plus faibles que ceux proposés par Colson. C'est pourquoi nous arrondirons par-excès la somme obtenue en passant des moyennes données dans le tableau ci-dessus à celle choisie pour nos autres calculs. Les revenus non consommés des ménages s'élèveraient alors à une moyenne annuelle de 4 M. environ de 1900 à 1913. Le compte de capital de la Nation (tableau XII) peut maintenant être complété à l'aide des équations suivantes :

|                                                      |        |
|------------------------------------------------------|--------|
| 1° Epargne courante de la Nation .....               | 5 M.   |
| — Epargne courante des ménages .....                 | 4 M.   |
| = Autofinancement des sociétés .....                 | 1 M.   |
| 2° Autofinancement des entreprises .....             | 1,6 M. |
| — Autofinancement des sociétés .....                 | 1 M.   |
| = Autofinancement des entreprises individuelles .... | 0,6 M. |

#### § 4. — LE FINANCEMENT INTERNE DES ENTREPRISES EN 1890, 1900, 1913.

L'évaluation de l'autofinancement moyen des entreprises de 1900 à 1913 ne répond pas à l'objet ultime de nos recherches, ne nous fait pas connaître les profits non distribués par les sociétés et ceux réinvestis par les entreprises individuelles au cours des années extrêmes de cette période. Il en est de même des estimations fournies par les auteurs anciens. Notre travail et celui de ces derniers serviront donc de moyen de recoupement des résultats obtenus suivant une autre méthode, fondée sur la statistique des dividendes soumis à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières et sur l'opinion des économistes du début du xx<sup>e</sup> siècle relative à la rétention des profits.

##### A. — *Les profits non distribués des sociétés métropolitaines.*

1° L'opinion des auteurs anciens sur le taux de rétention des profits par les sociétés.

a) *L'appréciation de J. Lescure* (1) concerne les premières années du xx<sup>e</sup> siècle. « En France, les sociétés par actions sont légalement tenues de constituer des réserves (5 % de leurs bénéfices nets jusqu'à concurrence de 10 % du capital). Mais en pratique, le plus souvent, ces exigences légales sont considérablement dépassées. Et, il n'est pas rare que nos sociétés par actions portent en réserve la moitié de leurs bénéfices. »

(1) J. LESCURE, *L'épargne en France*, p. 66.

b) *Des œuvres de R. Pupin* (1), on peut extraire ce passage : « Notre évaluation de 500 millions pour les profits non répartis (en 1911) est certainement très faible car les entreprises collectives n'ont pas coutume de distribuer 80 % de ce qu'elles gagnent. »

c) *L'opinion de Colson* (2) est en parfait accord avec celles citées ci-dessus : « Beaucoup de nos sociétés, notamment dans les mines et la métallurgie consacrent une *part considérable* de leurs bénéfices à étendre leurs installations au lieu de grossir leurs dividendes et constituent ainsi pour leurs actionnaires une véritable épargne dont l'emploi dans l'affaire dispense d'émettre de nouveaux titres. »

d) Enfin, un dernier élément d'appréciation peut être tiré de la différence entre la valeur nominale des actions des sociétés françaises cotées en *Bourse* et leur capitalisation boursière. Celle-ci s'élevait à 23,1 M. au 31 décembre 1913 pour un capital nominal de 10,4 M.

## 2° Notre estimation du taux de rétention.

Nous ne croyons pas tronquer la pensée de ces auteurs en affirmant que, pour eux, les profits non distribués représentent 40 à 50 % des bénéfices réalisés, soit environ 45 %. Les secteurs économiques cités, par eux, comprennent la majorité des sociétés importantes (mines, métallurgie, etc.). Les autres entreprises par actions, à l'exclusion de celles qui forment le secteur des transports, n'utilisent pratiquement aucun autre moyen de financement à long terme que leurs ressources propres (textile, etc.) et il est à présumer que leur taux de rétention est encore plus élevé.

Mais, dans la mesure où l'on admet ce taux de rétention de 45 %, n'aurait-il pas lieu de lui apporter certaines corrections, avant de l'employer, pour déterminer le volume des profits non répartis par les sociétés à l'aide des bénéfices distribués ? Deux séries d'éléments jouent en sens contraire.

Première série de remarques : les raisons tendant à appliquer un certain abattement au taux de rétention.

— Les doubles emplois : les dividendes distribués par les sociétés sont encaissés, dans certains cas, par d'autres sociétés qui en redistribuent une partie.

— Les dividendes des sociétés françaises ne sont pas toujours la rémunération d'une activité exercée en France ; il y aurait, par conséquent, à déduire les dividendes versés par les sociétés françaises non métropolitaines.

(1) R. PUPIN, *Richesse privée et finances françaises*, p. 17.

(2) C. COLSON, *Cours d'économie politique*, t. III, p. 345.

Deuxième série de remarques : les déductions à opérer sont largement balancées par d'autres éléments.

— Notre méthode ne tient pas compte des profits, répartis ou non, des sociétés étrangères exploitées en France.

— Les doubles emplois n'ont qu'une incidence négligeable (1). Dans l'hypothèse la plus défavorable, la société mère redistribue intégralement à ses filiales les revenus de ses participations, et notre méthode aboutit à surestimer de 300 % le volume des profits non distribués par les sociétés en question dans l'éventualité où les filiales pratiquent un taux de rétention de 50 %. La statistique des dividendes enregistre 150, et on en déduit que les profits non répartis sont aussi de 150, alors qu'ils n'atteignent que 50. Mais cette hypothèse est plus théorique que réelle. En fait, la société mère retient aussi une fraction de ce bénéfice. Son taux de rétention est également proche de 50 % et il n'y a plus alors aucune surélévation. La statistique des dividendes enregistre 75 et on en déduit à juste raison que les bénéfices conservés par ces sociétés sont de 75.

— Le problème des sociétés françaises qui exercent leur activité à l'étranger ou aux colonies se résout dans l'alternative suivante : ou les dividendes sont encaissés par des banques d'affaires ou des sociétés industrielles et on se retrouve devant le cas précédent, ou ils sont perçus par les ménages et il y a alors une source d'erreur ; mais celle-ci est très faible parce que la fraction de ces titres détenus par les particuliers est loin d'atteindre celle possédée par les autres agents économiques.

— L'Administration des Finances n'aurait pas fait preuve d'autant d'obstination pour imposer le système de la retenue à la source s'il n'y avait pas eu une fraude, déjà importante sans doute, à cette époque. La statistique des dividendes déclarés au fisc est donc loin de représenter le volume réel des encaissements des actionnaires qu'il importe de connaître pour déduire les profits non distribués à l'aide du taux de rétention.

— Enfin, il faut mentionner que ce coefficient est trop faible pour les sociétés finançant surtout leurs investissements avec à l'aide des ressources obtenues par émission d'obligations. Il y aurait vraisemblablement lieu de majorer le taux de 45 % pour ces sociétés puisqu'il est établi essentiellement à partir de sociétés qui se trouvent dans une situation différente (mines, métallurgie...).

(1) Voir à ce sujet les éléments fournis par comptabilité nationale pour la période contemporaine où la concentration financière est plus forte qu'au début de notre siècle.

En conclusion, il apparaît qu'en considérant que les entreprises sociétaires ont conservé une somme légèrement inférieure aux dividendes déclarés à l'Administration des Finances, on risque davantage de sous-estimer les profits non répartis que de les surévaluer.

### 3° Les profits non distribués en 1890, 1900 et 1913.

L'Annuaire de la S.G.F. donne la statistique suivante pour dividendes des sociétés françaises, soumis à l'impôt de 3 % sur le revenu des valeurs mobilières. Nous en avons déduit les valeurs ci-dessous indiquées pour les profits non distribués.

| Années     | Dividendes soumis<br>à l'impôt sur le revenu<br>des V.M. | Profits non distribués<br>des sociétés métropolitaines |
|------------|----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 1890 ..... | 0,733 M.                                                 | 0,8 M.                                                 |
| 1900 ..... | 0,879 M.                                                 | 0,9 M.                                                 |
| 1911 ..... | 1 271 M.                                                 | 1,2 M.                                                 |
| 1913 ..... | 1.471 M.                                                 | 1.4 M.                                                 |

*Remarque.* — En 1890, par réaction à la nouvelle période de récession, on enregistre une chute des dividendes, et tenant compte de cette incidence nous avons admis que les sociétés avaient réduit davantage les profits répartis aux actionnaires que ceux conservés par elles.

### 4° Les éléments de comparaison et de recoupement.

#### a) Les années 1900 et 1913.

Notre estimation de l'autofinancement moyen des sociétés de 1900 à 1913 recoupe de façon satisfaisante celle des profits non distribués en 1900 et 1913 par les sociétés métropolitaines.

Moyenne annuelle de l'autofinancement des sociétés (1900-1913) : 1 M.

Moyenne annuelle des profits non distribués des sociétés (1900-1913) :

$$\frac{0,9 + 1,4}{2} = 1,150 \text{ M.}$$

Il est normal que la seconde moyenne soit supérieure à la première puisqu'elle comprend également les « emplois externes » des sociétés sur ressources propres (dépôts en banque, etc.).

En revanche, le rapprochement avec les termes de comparaison fournis par R. Pupin (1) s'avère plus délicat à interpréter : « Notre évaluation de 500 millions pour les profits non répartis (en 1911) est

(1) R. PUPIN, *Richesse privée et finances françaises*, p. 17.

certainement très faible, car les entreprises collectives n'ont pas l'habitude de distribuer 80 % de ce qu'elle gagnent. » Pour l'année 1913, il porte son chiffre à 700 millions. Poussant plus loin les recherches, nous nous heurtons à une difficulté insoluble. Dans son étude sur le « revenu national » en 1911, R. Pupin compte les « bénéfices distribués par les sociétés commerciales et industrielles françaises » pour 2,115 M. et renvoie pour justification, à l'Annuaire de la S.G.F. Le seul document que l'auteur peut viser est la statistique fiscale de l'assiette de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières. Celle-ci donnent un chiffre nettement plus faible (1,271 milliard), que l'on peut considérer comme assez proche des dividendes effectivement versés par les sociétés. Colson reprend ce procédé d'évaluation dans ses calculs du « revenu national » en 1913. A notre avis, l'estimation de R. Pupin, 2,115 milliards est inexacte, à moins qu'elle ne comprenne les intérêts versés par les sociétés après certaines déductions au titre des doubles emplois ; le contexte de son ouvrage, et certainement les principes statistiques ne justifient pas cette interprétation. Il n'en demeure pas moins, qu'après corrections utiles, les autres données de R. Pupin se situent dans la ligne de notre estimation.

#### b) L'année 1890.

Les justifications fournies dans ce chapitre concernent les évaluations relatives à la période 1900-1913, qu'il s'agisse des moyennes ou des chiffres extrêmes. En revanche, l'estimation des profits non distribués en 1890 résulte de l'extrapolation d'une méthode qui a donné des résultats, disons acceptables, pour les années postérieures. Ce procédé, sans devoir être condamné, laisse place à beaucoup d'incertitude. Les lacunes statistiques s'opposent à tout recoupement direct. Les rapprochements qui découlent du tableau XVII tendent à confirmer la structure du compte de capital des entreprises en 1890, et partant le volume des profits conservés par les sociétés. Cependant, des différences sensibles apparaissent avec celui que l'on peut consulter dans le Cahier de l'I.S.E.A. sur les comptes de la Nation, rédigé par M. Marczewski (1).

Il est heureux, que nous soyons parvenus, sur un point important, à des estimations comparables.

(1) *Cahiers de l'I.S.E.A.*, fascicule 7, série D : « La croissance du revenu national français depuis 1870 ».

*Volume des investissements nets des entreprises.*

| Années          | I.S.E.A. | L'auteur |
|-----------------|----------|----------|
| 1890 .....      | 1,950 M. | —        |
| 1900-1913 ..... |          | 2,250 M. |
| 1900 .....      |          | 2,050 M. |
| 1913 .....      |          | 2,450 M. |

A l'aide du volume moyen des investissements nets des entreprises de 1900 à 1913, déterminé au paragraphe 2 consacré aux emplois de l'épargne nationale, nous avons évalué à 2,050 M. et à 2,450 M. les dépenses de biens d'équipement effectuées en 1900 et 1913. Dans ces conditions, l'accroissement de la capacité de production (un peu plus de 20 %) aurait contribué pour moins de la moitié à l'augmentation de la production (+ 50 %), alors que le solde serait dû à l'amélioration de la productivité (concentration industrielle), et dans une faible mesure à la baisse du prix des biens de capitaux par « unité de production ».

Si l'économie française a connu une phase d'assez grande prospérité de 1900 à 1913, il n'en a pas été de même de 1890 à 1900. Seules, les deux premières, et surtout les deux dernières années de cette dernière décade peuvent être considérées comme relativement satisfaisantes ; cette période de stagnation due pour partie aux tendances déflationnistes d'origine internationale, au protectionnisme américain avec le Bill Mac Kelley a très certainement dû se caractériser par la stabilité du volume des investissements du secteur productif. Ceux-ci ont sans doute atteint un niveau à peu près identique en 1890 et en 1900 ; l'augmentation légère de la production tient essentiellement au développement de la concentration des entreprises. En conséquence, l'évaluation de l'I.S.E.A., pour 1890, est en harmonie avec nos estimations.

En revanche, cette étude révèle de profondes divergences, par rapport à nos propres recherches, en ce qui concerne le financement de ces investissements. Leur exposé nous éloigne de notre sujet immédiat. Cependant, il présente l'avantage de limiter, au cours de la Troisième Partie, l'étendue des questions de méthode. Les travaux de l'I.S.E.A. ont été résumés dans le tableau suivant conçu par M. P. M. Pradel (1).

(1) *Congrès international pour l'Etude des Problèmes de l'Epargne*, t. I, p. 209.

En millions de francs courants.

| Sources de l'épargne    | Emplois de l'épargne |              |          |
|-------------------------|----------------------|--------------|----------|
|                         | Entreprises          | Gouvernement | Etranger |
| Entreprises .....       | 200                  | —            |          |
| Salariés .....          | 150                  | 50           |          |
| Revenus mixtes .....    | 900                  | 100          |          |
| Rentiers .....          | 1.300                | 150          | 500      |
| Epargne nationale ..... | 2.550                | 200          |          |
| Etranger .....          | 200                  | 1.950        | 300      |

Ce qu'il nous importe de connaître, c'est l'importance respective des profits conservés par les sociétés, de l'autofinancement des entreprises individuelles et des apports nets du marché financier. Or, en raison des concepts utilisés par l'I.S.E.A., la contribution des agents économiques au financement des investissements apparaît sous son aspect quantitatif et non sous son aspect formel. Nous ne pouvons donc procéder complètement à la ventilation désirée, sans risque de déformer la pensée de son auteur.

— L'épargne des entreprises doit correspondre à une notion intermédiaire entre celle d'autofinancement et de profits non distribués des sociétés. En conséquence, l'autofinancement des sociétés est estimée, par cette étude, à 200 millions environ.

— L'apport des salariés (100 m.) et des rentiers (0,650 M.) n'a pu s'effectuer que sous la forme de souscriptions (nettes) de valeurs mobilières industrielles.

— *Quid* de la participation de l'étranger au financement des entreprises ? S'agit-il de « prêts directs », de ressources ayant emprunté le canal du marché financier ? Pour limiter la portée des critiques que nous croyons devoir formuler contre ces évaluations, nous retiendrons la première hypothèse.

Enfin, pour la même raison, nous analyserons l'apport des titulaires de revenus mixtes comme étant l'autofinancement des entreprises individuelles, quitte à revenir par la suite sur cette solution.

Deux conclusions importantes se dégagent de cette interprétation prudente.

— Les émissions nettes de valeurs industrielles sont très élevées :  $100 + 650 = 750$  millions, au minimum.

— L'autofinancement des sociétés est, en revanche, très faible : 200 millions.

Ces deux évaluations sont en contradiction certaine avec les infor-

mations dont nous disposons sur l'activité du marché financier en 1890 et avec l'étude statistique à laquelle nous nous sommes livré (1). Nous en verrons une preuve supplémentaire, dans la variation des dépôts dans les caisses d'épargne privées en 1890 ; l'augmentation inhabituelle de 228 millions témoigne de l'état d'esprit des épargnants, de leur préférence pour la liquidité à la suite des kracks financiers (l'Union Générale, etc.), de la crise économique.

De plus, ces estimations impliquent que les sociétés aient eu un comportement anormal ou irréal en 1890. On ne peut d'abord concevoir que les profits réinvestis par les sociétés, même à la fin du siècle dernier, soient quatre fois plus faibles que ceux réemployés par les entreprises individuelles alors qu'elles réalisent près des 2/3 des investissements du secteur productif (2). On ne peut davantage admettre que les sociétés financent moins d'un cinquième de leurs investissements sur ressources propres.

Il nous semble qu'il n'y ait que deux moyens d'éluder ces objections :

— Réduire le volume des investissements nets des sociétés et celui des ressources collectées sur le marché financier, sans modifier l'estimation de l'autofinancement maximum des entreprises individuelles (800 millions).

— Réduire la contribution du marché financier, et augmenter d'autant l'autofinancement des sociétés, en ne modifiant pas le volume des investissements. Puisqu'il faut choisir, c'est sans grande hésitation que nous optons pour cette seconde solution.

En conclusion, nous croyons à l'utilité des recherches rétrospectives ; le travail essentiel, le plus difficile revient à celui qui doit formuler les premières estimations ; leur existence facilite considérablement la tâche de ceux qui désirent ensuite approfondir la question ; en cette occasion, la meilleure part nous a été dévolue.

## B. — *L'autofinancement des entreprises individuelles.*

### 1<sup>o</sup> L'année 1890.

Suivant l'I.S.E.A., les revenus mixtes interviendraient pour 6,700 M. dans la formation du revenu national (24,1 M.), en 1890, et pour

(1) Cf. Première Partie, Titre II, Chapitre II.

(2) L'épargne des titulaires de revenus mixtes, consacrée aux entreprises, est estimée à 800 millions. Dans l'hypothèse la plus défavorable à notre thèse, où ils n'auraient souscrit aucune valeur mobilière, les investissements nets des entrepreneurs individuels ne pouvaient dépasser 800 millions, ce qui laisse 1,950 M. — 0,800 M. = 1,150 M. pour les investissements des sociétés.

0,9 M. dans le volume de l'épargne nationale (2,550 M.). Sur ces 900 millions, 100 millions auraient été prêtés à l'Etat et 800 millions auraient servi au financement des entreprises, sans que soit donnée la ventilation formelle de ce dernier groupe d'emplois, qui nous permettrait de connaître la part réinvestie par les entrepreneurs individuels dans leurs propres affaires et celle transférée aux sociétés. Sans préjuger de la pensée de l'auteur, nous estimons qu'environ 700 millions correspondent à l'autofinancement des entreprises individuelles, industrielles et agricoles — ce qui n'est pas élevé : 10 % des revenus de ces agents économiques (1) — le solde, 100 millions ayant été attribué aux sociétés par l'intermédiaire du marché financier.

## 2° Les années 1900 et 1913.

D'après nos recherches antérieures, l'autofinancement des entreprises individuelles aurait atteint environ 600 millions de 1900 à 1913. C'est la seule information dont nous disposions au point de vue statistique. L'histoire économique de la France nous apprend de son côté, qu'au cours de cette période, l'expansion des sociétés explique non seulement l'augmentation des investissements du secteur productif mais compense aussi la diminution des dépenses en capital des entrepreneurs individuels. C'est pourquoi, nous retiendrons les évaluations suivantes :

|                                                     | 1890   | 1900    | 1913     |
|-----------------------------------------------------|--------|---------|----------|
| Autofinancement des entreprises individuelles ..... | 0,7 M. | 0,650 M | 0,550 M. |

## Section II

### LA PERIODE DE L'ENTRE-DEUX-GUERRES

Comme pour la période précédente, notre intention n'est pas d'étudier l'évolution, année par année, du financement interne des

(1) Dans l'étude de l'I.S.E.A. les revenus mixtes se décomposeraient de la façon suivante:

|                                   |       |
|-----------------------------------|-------|
| — Entrepreneurs individuels ..... | 2 650 |
| — Fermiers .....                  | 3,700 |
| — Professions libérales .....     | 0,350 |

Total ..... 6,700 M. dont 900 millions sont épargnés.

entreprises. L'ouvrage de M. M. Malissen (1) répond à cette optique, en ce qui concerne les sociétés. Nous nous limiterons aux deux années les plus caractéristiques : 1929 et 1938. S'il existe, depuis quelque temps, un document complet sur l'année 1938, les sources d'information restent beaucoup plus minces pour 1929. Afin de justifier, de la façon la plus satisfaisante, notre critique des sources, sur l'exercice 1929, il nous semble préférable de commencer par l'étude du financement interne des entreprises en 1938.

### § 1. — LE FINANCEMENT INTERNE DES ENTREPRISES EN 1938.

Les recherches antérieures à celles qui ont abouti à la publication des comptes économiques de l'année 1938, suivant la dernière version de 1957, ont généralement eu tendance à sous-estimer le financement interne des entreprises, et plus précisément, les profits nets non distribués des sociétés.

#### A. — Les comptes économiques de l'année 1938.

Suivant ce document (2), les « revenus nets non distribués des sociétés », s'élèvent à 14 M. en 1938. Or, ce concept prête à confusion, comme le montre le rapprochement effectué par la même étude avec l'année 1955, et celui fait par l'I.N.S.E.E.

#### LES COMPTES ÉCONOMIQUES DE L'ANNÉE 1938.

En milliards de francs courants.

|                                                 | 1938 | 1955 |
|-------------------------------------------------|------|------|
| « Revenu net non distribué des sociétés » ..... | 14   | 662  |
| I.N.S.E.E. (3).                                 |      |      |
|                                                 | 1938 | 1955 |
| « Revenu non distribué des sociétés »           | 14   | 375  |

(1) M. M. MALISSEN, *L'autofinancement des sociétés en France et aux États-Unis*, Paris, 1953.

(2) Les Comptes économiques de l'année 1938. *Statistiques et Etudes financières*, supplément n° 101. mai 1957, pp. 675 à 691.

(3) *Annuaire* 1956, I.N.S.E.E. : les annuaires antérieurs à 1955, donnent des évaluations différentes, à la fois par rapport à l'*Annuaire* 1956 et par rapport aux comptes de la Nation depuis 1949 ; nous ne pouvons insister sur l'origine de ces multiples divergences ; leur rappel a seulement pour but d'attirer, à nouveau, l'attention du lecteur sur l'importance du contenu de chaque concept employé par les statisticiens.

Alors que la première statistique compare les 14 M. de 1938 aux 662 M. de 1955, l'I.N.S.E.E. rapproche ces 14 M. d'une somme sensiblement plus faible : 375 M. Au cours de notre étude sur la période 1949-1958, nous aurons l'occasion d'expliquer les raisons de ces différences ; il importe de retenir, pour le moment, *que les profits non distribués des sociétés auraient atteint 14 M. en 1938*. Cette évaluation répond à la définition que nous avons choisie pour apprécier l'évolution du financement interne des entreprises.

### B. — Les évaluations antérieures.

Les premières recherches, menées après la Libération, avaient abouti à des estimations très proches de celle donnée par les comptes économiques de 1938 (respectivement 15 et 14 M.). Les travaux postérieurs ont présenté des évaluations de plus en plus faibles. Cette évolution s'explique, à notre avis, par le fait que chaque fois que les auteurs doivent justifier au maximum leurs sources, ils sont amenés à donner des chiffres nettement sous-évalués ; tout ce qui a existé, mais ne peut être prouvé, doit être tenu pour non avenu.

Dans un travail, relativement récent, publié en 1953, M. Malissen n'évalue plus les « bénéfices non distribués des sociétés » qu'à 4 M. environ. Cette sous-estimation importante ne tient que dans une faible mesure, au contenu étroit de son concept. Elle résulte essentiellement de la méthode suivie par l'auteur. Ses recherches reposent sur l'étude de statistiques fiscales. Or celles-ci se révèlent imprécises par suite de leur manque d'orientation économique, et incomplets en raison de la fraude fiscale. En voulant suivre une « méthode objective », en refusant de « corriger » ces statistiques, il a été amené à sous-estimer les bénéfices réalisés par les sociétés. De plus, comme il n'a pu procéder à une estimation des « bénéfices distribués » qu'en posant certaines hypothèses et que celles-ci ont abouti à une surélévation des dividendes des sociétés métropolitaines, cette source d'erreur venant s'ajouter à la première, l'écart final a fortement augmenté.

|                                | Bénéfices<br>des sociétés | Bénéfices<br>distribués | Bénéfices<br>non distribués |
|--------------------------------|---------------------------|-------------------------|-----------------------------|
| M. Malissen ....               | 15,5 M.                   | 11,65 M.                | 3,9 M.                      |
| Comptes écono-<br>miques ..... | 22 M.                     | 8 M.                    | 14 M.                       |
| Soit .....                     | + 42 %                    | 45 %                    |                             |

Ce tableau rend compte du sens des corrections qu'il y aurait lieu d'apporter aux données de M. Malissen, sur l'année 1929, pour en déduire les profits non répartis des sociétés au cours de cet exercice.

*C. — Les ressources propres des entreprises.*

Si les comptes économiques de l'année 1938 évaluent des profits non distribués des sociétés (14 M.), ils ne donnent aucune indication sur l'autofinancement des entreprises individuelles. A supposé qu'il soit positif, et c'est peu probable, il ne peut être d'un volume appréciable, puisque les investissements nets du secteur productif n'ont atteint que 1 M. en 1938. Nous considérerons que l'autofinancement des entreprises individuelles est nul, alors qu'en fait, il est négatif ; leurs achats de biens de production sont inférieurs aux dépenses théoriquement nécessaires pour le maintien en état de leur capacité de production.

*§ 2. — LE FINANCEMENT INTERNE DES ENTREPRISES EN 1929*

De toutes nos recherches, ce sont généralement celles qui ont trait à l'année 1929, qui nous laissent le plus insatisfait. Le déclin des études statistiques, après la première guerre mondiale, explique l'absence à peu près totale de documents sur le sujet de notre thèse. Les travaux rétrospectifs, effectués après la Libération ne sont pas toujours facilement utilisables, dans la perspective que nous avons adoptée ; les évaluations sont faites aux prix de 1938 et non en francs courants.

*A. — L'appréciation des recherches antérieures.*

Les résultats des recherches rétrospectives ne peuvent être directement repris. Trois auteurs se sont penchés sur la question de la rétention des profits en 1929. La statistique de M. Malissen est la plus complète puisqu'elle envisage l'autofinancement de l'ensemble des sociétés. Celles de M. M. Grangé (1) et de M. P. Marquis (2) ne portent en revanche que sur un nombre limité d'entreprises. Dans ces conditions, le seul terme de « comparaison » est l'indice qui retrace l'évolution des flux recensés par ces économistes. Nous disons de comparaison et non de rapprochement parce que l'interprétation de ces indices se révèle très décevante : variations d'ampleur très inégale et même de sens opposé.

(1) M. GRANGÉ, *L'autofinancement des entreprises*. Thèse Paris, 1943.

(2) P. MARQUIS, Des « excédents comptables » des sociétés à l'autofinancement, *Etudes et Conjoncture*, E.F. n°s 6, 7, 8, 1948, pp. 11 à 45.

| Années                                     | 1929     | 1930     | 1938     |
|--------------------------------------------|----------|----------|----------|
| M. Malissen :                              |          |          |          |
| Autofinancement des sociétés .....         | 6,2 M.   | 4,2 M.   | 3 9 M.   |
| Indice .....                               | 164      | 107      | 100      |
| M. Grangé :                                |          |          |          |
| Autofinancement de quelques sociétés ..... | 0,283 M. | 0,292 M. | 0,070 M. |
| Indice .....                               | 417      | 429      | 100      |
| M. Marquis :                               |          |          |          |
| Autofinancement de quelques sociétés ..... | —        | 0,296 M. | 0,253 M. |
| Indice .....                               | —        | 117      | 100      |

Une solution acceptable serait d'établir, à l'aide de ces indices, un coefficient susceptible de donner le volume des profits non distribués par les sociétés en 1929, à partir de ceux conservés en 1938, tels qu'ils ont été évalués dans les comptes économiques.

— L'utilisation de l'indice présenté par M. Malissen, qui serait sans doute critiquée par son auteur, aboutirait à une surestimation des profits non répartis. En effet, le chiffre obtenu, 23 M. représenterait 9 % du Revenu national de 1929, calculé par Dugé de Bernonville ou 7 % environ du Revenu national déterminé suivant les conceptions actuelles.

— La statistique de M. Grangé révèle des fluctuations qui nous semblent trop grandes, tant pour l'évolution du taux de rétention (21 % en 1929 à 6,5 % en 1938) que pour celles des profits non distribués (de l'indice 417 à l'indice 100 en 1938).

— On peut regretter que M. Marquis n'ait fait débiter ses recherches qu'en l'année 1930. Elles recourent relativement bien celles de M. Malissen, de 1930 à 1938.

#### B. — *Le choix d'une méthode.*

Dans ces conditions, il paraît préférable de se reporter aux séries intermédiaires élaborées par M. Malissen et de leur apporter certaines corrections.

1° En vue d'éviter toute surévaluation des bénéfices non répartis par les sociétés en 1929, nous avons appliqué des coefficients sensiblement plus faibles que ceux que la comparaison entre les comptes économiques de l'année 1938 et la statistique de l'auteur précité permettait d'établir. Dans ces conditions, l'écart entre les bénéfices non distribués en 1929 et en 1938 apparaît alors assez faible. Nous ne pensons pas, en raison de la dispersion des prix industriels, que la chute de la production industrielle ait entraîné une diminution égale des profits non répartis par les sociétés.

*Les bénéfices non distribués en 1929.*

|                                   | Bénéfices<br>réalisés après<br>impôts | Bénéfices<br>distribués | Bénéfices<br>non<br>distribués |
|-----------------------------------|---------------------------------------|-------------------------|--------------------------------|
| Evaluation de M. Malissen .....   | 18 M.                                 | 11,8 M.                 | 6,2 M.                         |
| Coefficient de correction .....   | + 33 %                                | — 23 %                  |                                |
| Evaluation après correction ..... | 24 M.                                 | 9 M.                    | 16 M.                          |

Il aurait été intéressant de connaître avec plus de précision les profits non distribués des sociétés en 1929. L'absence d'études analogues à celle de C. Colson, de R. Pupin nous prive de moyens de recoupement. Cette incertitude a cependant des conséquences limitées puisque nous disposons d'une évaluation aussi exacte qu'il est matériellement possible pour 1938. Les comptes économiques de cette année constitueront donc la pièce essentielle de notre recherche sur l'évolution du financement interne des entreprises jusqu'à la seconde guerre mondiale.

2° Faute de document sur le financement des investissements nets des *entrepreneurs individuels*, en 1929, nous admettrons qu'ils ont réalisé 10 % des investissements du secteur productif, proportion légèrement supérieure à celle retenue, pour ces dernières années, par la Comptabilité nationale.

*Section III***LA PERIODE 1949-1957**

La Comptabilité nationale permet de suivre le financement interne des entreprises depuis 1949 ; il est préférable d'écarter les estimations antérieures en raison de leur hétérogénéité et de leur imprécision. Les statistiques apparaissent sous les deux rubriques suivantes : « Revenus nets non distribués des sociétés » et « Financement des investissements nets par les entrepreneurs individuels ». Contrairement à ce qu'on laisse quelquefois supposer, les revenus nets non distribués ne correspondant pas aux profits non répartis par les sociétés ; c'est pourquoi, l'Annuaire de l'I.N.S.E.E. donne une évaluation sensiblement plus faible de la contribution des sociétés à la formation de l'épargne nationale. On doit regretter que ces documents présentent, sous un concept identique, deux réalités différentes.

## § 1. — LES PROFITS NON DISTRIBUÉS DES SOCIÉTÉS.

A. — *La portée des concepts de l'I.N.S.E.E.  
et de la Comptabilité nationale.*

1° *La statistique de l'I.N.S.E.E.* a un contenu qui correspond à la notion « de profits nets non distribués des sociétés » ; il s'agit du solde du compte d'exploitation de l'ensemble des sociétés après paiement des impôts directs, déduction faite des dividendes versés aux actionnaires. C'est elle qui permet de connaître le mieux la situation des entreprises, en mettant en valeur leurs possibilités de financement sur ressources propres, d'origine interne, c'est-à-dire sur une partie du produit de leurs ventes. Etant donnée la conception de l'I.N.S.E.E., le concept de « revenus nets non distribués » est trop large, dans la mesure où il ne comprend que les profits non distribués et laisse supposer qu'il contient également une fraction des autres revenus des sociétés qui ne constituent pas des profits (subventions d'équilibre, etc.).

2° Une remarque inverse caractérise la notion de « revenu net non distribué des sociétés » que l'on retrouve dans les *Comptes de la Nation*. Elle implique un contenu plus étroit que celui qui lui a été attribué. Si certaines ressources gardées par les sociétés, qui ne sont point des profits, peuvent être regroupées sous une expression plus large que celle de « profits non distribués », celle de « revenus nets non distribués » est trop étroite dans la mesure où on y ajoute les indemnités de dommages de guerre et, peut-être, les plus-values des stocks.

— Les dommages de guerre ne sont presque jamais considérés comme un revenu. Ils s'analysent en une indemnité venant compenser la perte d'un élément du patrimoine d'une personne morale ou physique. Ils devraient, suivant nous, figurer au « Compte de capital » non seulement pour des raisons théoriques, mais aussi pour des raisons pratiques (1) : éviter, au maximum, les interprétations inexactes des comptes économiques dont ses auteurs se plaignent si souvent.

— La plus-values des stocks semble, à la lecture de la note (2) présentée dans les « Méthodes » être à l'origine d'un profit réel ; mais comme il n'en est pas tenu compte pour déterminer le revenu national

(1) Cette solution avait été retenue dans la première version des comptes économiques des années 1949 à 1951.

(2) Rapport sur les comptes de la Nation, vol. II, *Méthodes*, p. 16, note 1. Paris, 1955.

et l'épargne nationale, nous avons repris la solution de l'I.N.S.E.E. qui consiste à ne pas la considérer comme constitutive d'un des éléments du revenu des entreprises.

### B. — *Les sources statistiques.*

Le passage de la statistique de la Comptabilité nationale à celle de l'I.N.S.E.E. n'offre guère de difficulté. Le compte d'affectation des entreprises donne clairement les éléments à déduire des « revenus nets non distribués des sociétés » pour isoler les profits non répartis. Mais, les rapports antérieurs à celui publié en 1959 ayant fait l'objet de rectifications, sans que le dernier document reprenne les nouvelles séries intermédiaires rétrospectives au-delà de l'année 1954, nous n'avons pu être aussi précis qu'il aurait été souhaitable. Et l'Annuaire de l'I.N.S.E.E. ne nous est d'aucune utilité pour combler cette lacune. Il reprend simplement les anciennes estimations.

Nous décomposerons alors notre tableau XIII en deux parties :

— La partie supérieure retrace, par déduction, l'évolution des « revenus nets non distribués », suivant la conception de l'I.N.S.E.E. ou des « profits non distribués », suivant la nôtre. Ces statistiques sont extraites du rapport sur les comptes de la Nation de l'année 1958, sauf celle des impôts et taxes directes (de 1949 à 1953) tirée de documents plus anciens non retouchés sur ce point.

— La partie inférieure donne, pour la période 1954-1957, les estimations telles qu'elles sont présentées dans le dernier rapport sur les comptes de la Nation. Pour les années 1949 à 1953, nous avons posé comme hypothèse — qui semble vérifiée — que les corrections ne concernaient que l'évaluation de l'épargne brute. Si les plus-values des stocks, les dommages de guerre, les subventions d'équilibre et d'équipement n'ont fait l'objet d'aucune retouche, les « revenus nets non distribués des sociétés » suivant la conception de la Comptabilité nationale, peuvent être déterminés en additionnant ces quatre éléments aux « revenus nets non distribués », tels que les entend l'I.N.S.E.E., ou aux profits non distribués suivant notre conception.

— Nous avons enfin ajouté la ventilation, effectuée depuis 1951, entre les profits nets non distribués des sociétés industrielles, agricoles ou commerciales et ceux des intermédiaires financiers. Si les auteurs de la Comptabilité nationale emploient l'expression « épargne brute des intermédiaires financiers », il s'agit, en fait, des épargnes nettes,

(1) En raison de la méthode suivie, que cette hypothèse soit ou non vérifiée n'a aucune incidence sur le résultat final utilisé dans notre travail.

TABLEAU XIII

Des « revenus nets non distribués des sociétés » aux « profits non répartis des sociétés ».

En milliards de francs courants.

| Années                                                                    | 1938 | 1949  | 1950  | 1951  | 1952  | 1953  | 1954  | 1955  | 1956  | 1957  | 1958  |
|---------------------------------------------------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenus nets de la propriété et de l'entreprise allant aux sociétés ..... | ?    | 360   | 410   | 460   | 550   | 670   | 620   | 780   | 810   | 1.110 | 1.230 |
| — Impôts et taxes directs .....                                           | ?    | — 150 | — 190 | — 237 | — 263 | — 307 | — 297 | — 320 | — 407 | — 477 | — 611 |
| — Profits nets non distribués .....                                       | 14   | 210   | 220   | 223   | 287   | 363   | 323   | 460   | 403   | 633   | 619   |
| Revenus nets non distribués des sociétés (Comptabilité nationale) .....   | 14   | (538) | (630) | (935) | (686) | (608) | 605   | 747   | 722   | 892   | 909   |
| — Plus-values des stocks .....                                            | —    | — 130 | — 170 | — 530 | — 175 | —     | —     | —     | —     | —     | —     |
| — Dommages de guerre .....                                                | —    | — 137 | — 133 | — 107 | — 101 | — 89  | — 82  | — 85  | — 64  | — 56  | — 38  |
| — Subvention d'équilibre .....                                            | —    | — 13  | — 56  | — 43  | — 51  | — 55  | — 117 | — 136 | — 151 | — 108 | — 143 |
| — Subvention d'équipement .....                                           | —    | — 48  | — 51  | — 32  | — 72  | — 101 | — 79  | — 64  | — 88  | — 92  | — 114 |
| — Profits nets non distribués .....                                       | 14   | 210   | 220   | 223   | 287   | 363   | 327   | 462   | 419   | 636   | 614   |
| Dont sociétés financières .....                                           | ?    | ?     | ?     | 88    | 123   | 130   | 139   | 131   | 211   | 243   | 274   |
| Dont sociétés industrielles et commerciales .....                         | ?    | ?     | ?     | 135   | 164   | 233   | 188   | 331   | 208   | 393   | 340   |

Remarques :

1. 1958 : chiffres provisoires.
2. Pour 1938 : « Les revenus nets de la propriété et de l'entreprise » sont calculés directement après paiements des impôts directs (cf. Comptes économiques de l'année 1938).
3. Les chiffres entre parenthèses ont été obtenus en posant pour hypothèse — qui semble vérifiée — que les rectifications ne concernent que l'évaluation de « l'épargne brute des sociétés ».
4. Rapport sur les comptes de la Nation de l'année 1958 pour les autres évaluations. *Statistiques et Etudes financières*, octobre 1959, n° 130, pp. 1250 à 1257 et p. 1244.

comme ils le laissent entendre dans leur rapport sur l'année 1957 (p. 64) et comme le montre la lecture du compte de capital des entreprises ; les « revenus bruts non distribués » des « institutions financières » sont réunis aux revenus nets non distribués des autres entreprises sociétaires pour déterminer le volume des revenus nets non distribués de l'ensemble des sociétés.

Cette ventilation, d'un grand intérêt pratique, ne peut nous retenir longtemps. L'impossibilité de procéder à une répartition analogue pour la période antérieure à la seconde guerre mondiale, nous oblige à limiter notre comparaison aux statistiques globales. L'absence de toute distinction entre les dividendes versés par ces deux groupes d'agents économiques s'oppose à une étude séparée de leur taux de rétention ; le taux moyen est sensiblement supérieur à celui qui caractériserait les seules entreprises industrielles et commerciales.

## § 2. — LES PROFITS RÉINVESTIS PAR LES ENTREPRENEURS INDIVIDUELS.

L'évaluation du « financement des investissements nets par les entrepreneurs individuels », comme le précisent les auteurs de la Comptabilité nationale, est très sujette à caution. Les sources d'information sont trop restreintes pour qu'on puisse accorder un grand crédit à la valeur absolue des résultats proposés ; ils caractérisent tout au plus le sens de l'évolution du phénomène étudié. Dans ces conditions, il y a moins lieu de regretter que les nouvelles séries statistiques, publiées, ne concernent que la période 1954-1958 ; les estimations anciennes — qui n'ont fait l'objet que de légères retouches, comme on peut s'en rendre compte, par certains recoupements — aboutissent à des chiffres sensiblement plus faibles pour les années 1949 à 1953.

| Années                                                                  | 1954   | 1955    | 1956    | 1957    | 1958 (1) |
|-------------------------------------------------------------------------|--------|---------|---------|---------|----------|
| Financement des investissements nets par les entrepreneurs individuels. | 45 M.  | 57 M.   | 89 M.   | 130 M.  | 134 M.   |
| — plus-value des stocks ..                                              | —      | —       | —       | —       | —        |
| — dommages de guerre ..                                                 | — 49   | — 49    | — 37    | — 28    | — 21     |
| — subvention d'équilibre.                                               | —      | —       | —       | — 40    | —        |
| — subvention d'équipement .....                                         | — 4    | — 18    | — 26    | —       | — 52     |
| — Profits nets réinvestis .                                             | — 8 M. | — 10 M. | + 26 M. | + 62 M. | + 61 M.  |

(1) Chiffres provisoires.

Alors que pour les sociétés, cette présentation correspondait à un comportement réel, elle est moins satisfaisante pour les entreprises individuelles ; le tableau implique que l'on pose pour hypothèse qu'elles financent d'abord leurs investissements sur leurs profits avant d'employer d'autres ressources.

En 1954 et 1955, si certaines entreprises individuelles ont procédé à des investissements bruts supérieurs à ceux théoriquement nécessaires pour maintenir leur capacité de production, les autres se sont abstenues non seulement d'effectuer ces dépenses, mais encore elles ont affecté à d'autres emplois les ressources qui leur ont été redistribuées, par les Pouvoirs publics, pour compenser les destructions de biens d'équipement pendant la guerre.

L'exposé des méthodes étant achevé, la présentation des statistiques sur le financement interne des entreprises paraît bien longue, trop longue peut-être... Mais ces développements ont une importance primordiale. Lorsque les procédés matériels d'investigation ne sont, ou ne peuvent être satisfaisants, on ne peut éviter, pour cette raison, de se montrer très strict sur la délimitation exacte des phénomènes étudiés. Ce n'est pas parce qu'une statistique ne parvient pas à recenser l'intégralité des éléments constitutifs du sujet observé qu'il ne peut s'y ajouter des erreurs tenant au manque de rigueur de la terminologie. Tout auteur est peut-être libre de donner une définition personnelle de chaque mot, bien qu'il y ait intérêt à tenir compte du contenu généralement accordé à chaque concept, mais une fois ses définitions choisies, son étude de longue période n'a de sens que dans la mesure où il s'efforce de l'employer de façon constante.

## CHAPITRE III

---

### L'ÉVOLUTION DES MODES DE FINANCEMENT

---

Les statistiques que nous avons élaborées ou réunies au chapitre précédent s'avèrent particulièrement délicates à interpréter. L'importance des écarts entre les valeurs caractéristiques des différentes périodes permet cependant, de porter un jugement nuancé sur l'évolution du financement interne des entreprises. Il doit être d'autant plus prudent que les évaluations, ayant un aspect global, risquent souvent de tronquer la réalité.

#### *Section première*

#### LA PRESENTATION DE LA SERIE STATISTIQUE FINALE

Notre souci d'élaborer une série statistique aussi homogène que possible de l'évolution du financement interne des entreprises, et surtout des sociétés, en dépit de la diversité des sources utilisées, ne doit pas aboutir à minimiser l'imprécision des résultats (tableau XIV). Une estimation satisfaisante des profits nets non distribués supposerait que soient connus, non seulement le volume des bénéfices conservés par chaque société, tels qu'ils apparaissent dans les comptabilités individuelles, mais encore l'ampleur des corrections qu'il convient ensuite d'apporter, pour tenir compte de l'insuffisance des amortisse-

ments ou des profits occultes non répartis (1). Chaque évaluation ne peut que s'écarter de la valeur idéale. Ce serait sans grande importance, si le pourcentage d'erreur était relativement constant, et de plus, affecté du même signe. Vraisemblablement, il n'en est rien. Cependant, il nous semble que les statistiques relatives à la période 1890-1913 et à l'exercice 1929 sont susceptibles d'être rapprochées de celles qui ont trait aux années postérieures. Leur calcul a été prudent. En outre, elles négligent, à la différence des autres, l'épargne forcée de certains intermédiaires financiers. Il s'agit par exemple de l'augmentation de la fortune personnelle des Caisses d'épargne, constituée par les profits tirés de leur activité générale (6 M. en 1955, 23 M. en 1956) ou de l'accroissement des réserves techniques et mathématiques des compagnies d'assurances (82 M. en 1955 et 113 M. en 1956).

TABLEAU XIV

*Le financement interne des entreprises (2).*

En milliards de francs courants.

| Années         | Profits nets non distribués<br>des sociétés |              |        | Profits réinvestis<br>par les entrepreneurs<br>individuels (3) |              |
|----------------|---------------------------------------------|--------------|--------|----------------------------------------------------------------|--------------|
|                | Francs<br>courants                          | Francs<br>38 | Indice | Francs<br>courants                                             | Francs<br>38 |
| 1890 .....     | 0,8                                         | 6,2          | 44     | 0,700                                                          | 5,4          |
| 1900 .....     | 0,9                                         | 6,9          | 50     | 0,650                                                          | 5            |
| 1913 .....     | 1,4                                         | 8,9          | 64     | 0,550                                                          | 3,5          |
| 1929 .....     | 16                                          | 16           | 114    | 1,5                                                            | 1,5          |
| 1938 .....     | 14                                          | 14           | 100    | 0                                                              | 0            |
| 1949 .....     | 210                                         | 10,5         | 75     |                                                                |              |
| 1950 .....     | 220                                         | 11           | 79     |                                                                |              |
| 1951 .....     | 223                                         | 9            | 64     |                                                                |              |
| 1952 .....     | 287                                         | 11,5         | 82     |                                                                |              |
| 1953 .....     | 363                                         | 14,5         | 104    |                                                                |              |
| 1954 .....     | 323                                         | 13           | 93     | — 8                                                            |              |
| 1955 .....     | 460                                         | 18,4         | 131    | — 10                                                           |              |
| 1956 .....     | 403                                         | 16,1         | 115    | 26                                                             | 1            |
| 1957 .....     | 633                                         | 22,2         | 158    | 62                                                             | 2 2          |
| 1958 (4) ..... | 619                                         | 19,2         | 137    | 61                                                             | 1,9          |

(1) Rapport sur les comptes de la Nation. Vol. II : *Méthodes*, Paris, 1955.

(2) Sources 1890-1929 : Evaluations de l'auteur.

1938-1958 : Comptes économiques de la Nation.

(3) Les profits réinvestis par les entrepreneurs individuels — depuis 1954 — sont sensiblement inférieurs aux investissements nets effectués par ces agents économiques.

Nous avons admis que les entrepreneurs individuels avaient financé environ 10 % des investissements nets en 1929. Note II : Essai sur l'évolution des investissements des entreprises.

(4) Evaluations provisoires.

*Section II*DISCUSSION ET APPRECIATION DE L'EVOLUTION  
DU FINANCEMENT INTERNE DES ENTREPRISES

En raison du caractère très approximatif des statistiques sur les profits réinvestis par les entrepreneurs individuels et de l'intérêt secondaire de cette question — nous ne pouvons que constater la tendance à leur déclin — nous estimons préférable de centrer nos commentaires sur l'évolution des profits non distribués par les sociétés métropolitaines.

Une étude exhaustive devrait envisager les points suivants :

A. — L'évolution en valeur absolue des profits nets non distribués,  
a) Sans tenir compte de l'évolution de la « place » des sociétés dans les structures de l'économie française.

b) En tenant compte de l'évolution de la « place » des sociétés croissante de la production, elle-même en augmentation.

B. — L'évolution du taux de rétention des profits, avant ou après impôts directs.

C. — L'évolution de l'importance de ces ressources propres d'origine interne, par rapport aux autres moyens de financement.

Nous tenterons dans toute la mesure du possible de répondre, dès maintenant, aux deux premières questions, la troisième relève de la troisième et dernière partie de notre ouvrage.

§ 1. — L'ÉVOLUTION DES PROFITS NON DISTRIBUÉS DES SOCIÉTÉS.

La thèse la plus courante soutient que les profits non distribués des sociétés métropolitaines ont « considérablement progressé » depuis la seconde guerre mondiale. Or, les statistiques présentées au tableau précédent impliquent, pour le moins, un jugement plus nuancé. Une confrontation honnête n'est pas sans apporter de solides éléments de discussion.

### A. — *Le déclin relatif des profits non distribués.*

Afin d'appuyer nos conclusions sur les statistiques que l'on ne pourra pas reprocher d'avoir « orienté », nous nous pencherons d'abord sur celles qui ont trait à la période 1938-1958. Elles sont l'œuvre, nous le rappelons, du service des études économiques et financières du ministère des Finances.

D'après les rapports sur les comptes de la Nation, ce ne serait que vers 1953-1954 que les profits nets non distribués de l'ensemble des sociétés métropolitaines auraient atteint un niveau comparable à celui de 1938. Leur progression substantielle en 1955 se renverse l'année suivante. L'exercice 1957 compense le nouveau retard pris en 1956. Une rechute apparaît en 1958. Mais il n'en demeure pas moins que la croissance de l'épargne privée forcée reste limitée et ne date que de ces dernières années.

Nous nous sentons maintenant plus à l'aise pour dégager l'évolution qui ressort de nos propres statistiques. Elles impliquent un taux de croissance assez élevé de 1900 à 1913 (moyenne annuelle de l'ordre de 2 %) et davantage encore de 1913 à 1929 (environ 3 %).

Si on compare les deux phrases de cette évolution à celles de la production industrielle, on ne peut manquer de constater une différence très nette.

— La production industrielle double de 1900 à 1929 ; il en serait de même des profits non distribués.

— De 1938 à 1957, l'industrie double à nouveau le volume de sa production ; mais cette fois, les bénéfices non répartis n'ont même pas augmenté de la moitié.

Quelles que soient les faiblesses de ces statistiques, la diminution du taux de croissance des ressources propres d'origine interne semble peu contestable. Leur déclin en valeur absolue, jusque vers 1953, par rapport à 1938, paraît moins douteux encore. Un essai sur les causes de cette évolution s'impose ; mais l'exposé de la thèse contraire est plus urgent.

### B. — *La thèse de la progression considérable des profits non distribués.*

L'étude du ministère des Finances (1) sur « Les structures permanentes de l'économie française » constitue le meilleur exemple de ce

(1) Rapport en date du 15 juin 1952 du Service des études économiques et financières du ministère des Finances sur les comptes provisoires de l'année 1951. Fascicule II : « Les structures permanentes de l'économie française », pp. 180 à 271. *Statistiques et Etude financières*, supplément « Finances françaises », n° 18, 1953.

courant de l'opinion. Ses imprécisions en rendent la critique mal aisée, d'autant plus que nous ne voulons pas lui faire grief de certaines inexactitudes statistiques que nous considérons s'expliquer par l'imperfection des moyens d'investigation.

La partie du rapport qui a directement trait à notre sujet tend à prouver que les sociétés financent, depuis la seconde guerre mondiale, une fraction beaucoup plus forte de leurs investissements avec leurs profits (analyse « *ex ante* »), et que l'épargne privée forcée représente un pourcentage plus élevé de l'épargne nationale, et surtout de l'épargne privée (analyse « *ex post* »).

### 1<sup>o</sup> L'analyse *ex ante*.

A notre avis, ce n'est qu'en procédant à une généralisation, plutôt hâtive, des conclusions qui se dégagent de statistiques au contenu assez flottant que cette étude parvient à montrer que les entreprises (essentiellement les sociétés, les entreprises individuelles sont si rétrogrades...), assurent de plus en plus, depuis la fin de la guerre, le financement de leurs investissements à l'aide de bénéfices.

a) Les statistiques ne répondent pas à l'objet de la démonstration.

« Cette réduction (du financement autoritaire public) en valeur absolue tient aux difficultés budgétaires du moment ; son recul relatif, plus sensible encore, tient au progrès du *financement autoritaire privé*... La commission des investissements a effectué un essai pour dégager la part des équipements *neufs* financés par les *entreprises* sans recours au marché financier ni aux banques. Ce travail conduit à dégager un « autofinancement » qui constitue une mesure approchée du phénomène que l'on veut mettre en évidence. » (p. 228).

En milliards de francs courants.

|                                                         | 1938 | 1947 | 1948 | 1949 | 1950 | 1951 |
|---------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Montant de l'autofinancement : en francs courants ..... | 6    | 40   | 230  | 246  | 286  | 709  |
| — en francs 1938 ...                                    | 6    | 4    | 15,3 | 14,1 | 15,1 | 30,7 |
| — en % du total des investissements neufs .....         | 33 % | 9 %  | 27 % | 22 % | 24 % | 43 % |

Or, si nous nous reportons aux rapports de la commission des investissements (1), nous nous apercevons que *ces statistiques ne recou-*

(1) Tableaux hors-texte des II<sup>e</sup>, III<sup>e</sup>, IV<sup>e</sup> et V<sup>e</sup> Rapports de la commission des investissements.

*urent pas seulement l'autofinancement des entreprises, mais aussi celui des ménages pour la construction de logements.*

|                                | 1948   | 1949     | 1950   |        |
|--------------------------------|--------|----------|--------|--------|
| Autofinancement national ..... | 230 M. | 245,5 M. | 315 M. | 727 M. |
| Dont pour le logement          | ?      | 115 M.   | 115 M. | 236 M. |

Cette étude nous semble d'abord critiquable, en ce qu'elle ne prend pas uniquement en considération l'autofinancement des entreprises pour prouver, sur le plan statistique, « la progression du financement autoritaire privé ». Il n'est, en effet, jamais soutenu que les dépenses des ménages, affectées à la construction de logements, constituent un élément du financement *autoritaire* privé. Il s'agit, au contraire, du financement *volontaire* privé. L'auteur du rapport ne peut invoquer à décharge, les lacunes statistiques — qu'il aurait dû signaler en l'hypothèse — puisque la commission des investissements s'était efforcée de procéder à un essai de ventilation, approprié à l'objet de sa démonstration.

Il paraît ensuite regrettable que l'auteur ait jugé très secondaires les questions de définition, et qu'en conséquence il n'ait qu'à peine esquissé le contenu de l'« autofinancement » des entreprises. Comme nous savons déjà eu l'occasion de le préciser, cette notion, lorsqu'elle est employée par la commission des investissements, est loin de correspondre à celle de ressources propres d'origine interne, ou de profits *nets* non distribués. Elle comprend une fraction, aucunement négligeable, des fonds destinés à compenser la dépréciation économique des biens anciens. Dans ces conditions, il apparaissait indispensable d'attirer l'attention du lecteur sur le fait que les chiffres utilisés à l'appui de sa thèse, majoraient sensiblement l'évaluation du financement propre des entreprises.

Enfin, et surtout, supposé que cette statistique répondait à l'emploi qu'il désirait en faire, il convenait d'attribuer une importance prépondérante aux variations en valeur relative ou aux rapports. C'est un principe d'analyse incontesté de la part des économistes qui portent leurs recherches sur les études de longue période. Kuznetz, par exemple, ne donne qu'exceptionnellement un chiffre en valeur absolue. Si on adopte cette optique, condition *sine qua non*, d'un travail sérieux, il n'est même pas nécessaire de corriger la statistique du rapport, en déduisant l'autofinancement des ménages, pour constater qu'elle dément les idées soutenues par son auteur. La fraction des investissements neufs financés sur les bénéfices, bruts dans une certaine mesure, tombe en effet de 33 % en 1938 à 24 % en 1950 ; il est fâcheux que le seul coefficient « valable » concerne l'année 1951, alors que cette

évaluation n'avait encore, à l'époque, qu'un caractère provisoire. En conséquence, l'augmentation du financement sur fonds propres, résulte de l'amélioration des procédés d'investigation de la C.I. et non d'une modification du comportement des agents économiques.

b) Les généralisations de l'auteur ne sont point justifiées.

L'auteur du rapport constate que l'autofinancement des entreprises serait supérieur, de 1948 à 1951, à celui de 1938 ; mais à notre sens, il conclut, à tort, que cette situation différente résulte d'un changement profond et durable de l'attitude des entrepreneurs sous l'influence des effets de la seconde guerre mondiale.

— La généralisation sur le comportement passé des entreprises est injustifiée.

S'il est exact que les entreprises n'ont financé qu'une fraction limitée de leurs investissements neufs ou nets sur ressources propres en 1938, ce n'est pas parce qu'elle adoptaient généralement cette solution avant-guerre, mais parce qu'elles ont jugé préférable, en la circonstance, d'affecter leurs bénéfices à d'autres emplois (souscriptions d'emprunts publics, etc.). Il ne pouvait y avoir un autofinancement substantiel, en 1938, puisqu'il n'y avait pas d'investissements importants.

La critique des embryons statistiques du rapport est délicate en raison de l'imprécision des concepts utilisés et du passage fréquent de leur sens étroit à leur sens large. Nous ne pouvons que citer le passage essentiel et montrer comment il est ensuite contredit par d'autres développements : « L'année 1938 peut paraître une mauvaise année base de comparaison. Cependant, le sens de l'évolution resterait le même si on lui substituait une référence plus ancienne » (p. 224). Or il n'en est rien si on examine avec soin les statistiques fournies par ce document pour l'année 1938.

*Compte des entreprises, année 1938.*

|                                                 | Autofinancement des investissements neufs | Investissement net                         | Revenu national  | Revenu national<br>Investissements nets |
|-------------------------------------------------|-------------------------------------------|--------------------------------------------|------------------|-----------------------------------------|
| Evaluation du rapport .....<br>(Référence) .... | 6 M.<br>p. 228                            | ± qq. milliards<br>p. 224, note 1          | 360 M.<br>p. 223 | (2 %<br>au maximum)                     |
| Comptes économiques de l'année 1938.            | —                                         | Equipt = 1 M.<br>Stocks 6 M.<br>Total 7 M. | 356 M.           | 2 %                                     |

(1) L'autofinancement étant entendu comme la partie des profits réinvestis à l'intérieur de l'entreprise.

Dans la pensée de l'auteur, l'épargne privée consacrée au financement des investissements n'a pu dépasser 2 %, au grand maximum, en 1938. Nous ne comprenons pas comment, dans ces conditions, le choix de cette année est sans importance, puisque suivant cette même étude « ... de 1900 à 1938, la fraction de l'épargne privée consacrée aux investissements *du secteur productif* n'a jamais dépassé quelque 7 % du revenu national » (p. 224). Cette évaluation — dont on pourrait du reste contester la méthode d'élaboration — est nettement supérieure à celle qui ressort des comptes de l'année 1938. Notre affirmation est d'autant plus fondée que l'étude se réfère à une estimation très forte du revenu national ; celui de l'année 1913 est par exemple fixé à 50 M., alors que Colson ne donne que 36 M. (revenu monétaire disponible des particuliers).

— La généralisation sur le comportement futur des entreprises ne constitue pas une anticipation clairvoyante de l'évolution du financement du secteur productif.

Alors que l'auteur prévoyait une augmentation constante du pourcentage des investissements nets financés à l'aide des profits non distribués, c'est une évolution contraire qui se dessine nettement depuis la renaissance progressive du marché financier ; elle serait encore plus accusée si on se limitait aux seules entreprises industrielles et commerciales du secteur privé et public ; l'épargne privée forcée étant de plus en plus le fait des intermédiaires financiers (1).

## 2° L'analyse « *ex post* ».

### a) La thèse.

« Il est particulièrement frappant de constater que l'extension considérable de l'épargne forcée est le fait du secteur privé... » (p. 231). Nous ne critiquerons pas le tableau fourni par le rapport, considérant que les inexactitudes graves qu'il renferme par rapport aux dernières évaluations, sont imputables aux insuffisances de l'appareil statistique à cette époque. Nous aurions cependant souhaité avoir d'abord de plus amples justifications sur les sources utilisées. Il est d'abord étonnant que les chiffres donnés pour les années d'après guerre diffèrent de ceux fournis, quelques pages auparavant, dans les comptes provisoires sur l'année 1951. De plus, la référence aux recherches du commissariat au plan, sur les statistiques concernant l'année 1938

(1) Cf. le Tableau XIII sur les profits non distribués des sociétés.

(p. 230, note 2), appelait quelques explications : elles divergent, très sensiblement, de celles publiées par cet organisme.

#### b) La critique.

Il est certain que, depuis 1938, des modifications importantes se sont produites dans la formation de l'épargne nationale. Mais elles ont une portée différente de celle que leur attribue le rapport sur les structures permanentes de l'économie française.

En 1938, l'épargne des sociétés représentait 140 % de l'épargne nationale et celle des ménages 240 %. Mais, en raison de l'importance du déficit budgétaire au cours de cet exercice, cette statistique prouve plus qu'on le désirerait. Une étude structurelle, une étude de longue période doit, par définition, éviter de se fonder sur les chiffres qui ont trait à une seule année, surtout lorsque celle-ci n'est pas une année type... C'est pourquoi nous nous sommes efforcé de rassembler les éléments qui pourraient contribuer à une meilleure connaissance de cet aspect de la vie économique. Afin d'alléger notre texte, nous avons reporté dans une Note (1) nos recherches sur l'évolution de la contribution des sociétés à la formation de l'épargne nationale. Nous ne prétendons aucunement que notre travail mérite un crédit illimité. Mais ses insuffisances ne peuvent infléchir profondément le sens de nos conclusions :

— L'épargne privée forcée, ou les profits non distribués des sociétés, a constitué une fraction croissante de l'épargne nationale de 1900 à 1929. Son maximum, en 1938, est assez artificiel ; il ne tient qu'à l'existence du déficit exceptionnellement élevé du compte d'affectation des Administrations. Dans une certaine mesure, une situation opposée caractérise l'année 1929. Mais le fait le plus important à noter est que l'épargne privée forcée (2) est actuellement comparable, en valeur relative, à ce qu'elle était avant-guerre, de l'ordre de 30 à 35 % de l'épargne nationale.

— L'épargne publique a connu une évolution identique jusqu'en 1929. La politique d'austérité, à cette époque, a été à l'origine d'économies substantielles sur les recettes courantes. Si elle a connu un développement certain, quelques années après la fin de la guerre, elle tend à diminuer sensiblement ces dernières années, et à retrouver un niveau relatif plus proche de celui qui était le sien dans les exercices normaux d'avant 1938.

(1) Note I : Essai sur l'évolution de la contribution des sociétés à la formation de l'épargne nationale.

(2) L'épargne ou la désépargne des entreprises du secteur public étant considérée, comme il est de règle, avoir la même nature juridique que celle des sociétés privées.

— L'épargne des ménages semble, suivant nous, subir assez directement les répercussions des variations de l'épargne des autres agents économiques. Mais, de nouveau, nous constatons une tendance au retour à une situation normale.

Nos conclusions s'opposent donc à celles exposées dans le Rapport sur les structures permanentes de l'économie française. Mais nous ferions volontiers nôtre, le titre de ce travail, peu en accord avec son contenu. Nous ne nions pas que de sensibles modifications structurelles se produisent de temp à autre. Mais nous sommes plus nuancé, en admettant qu'il existe une « conjoncture des structures », c'est-à-dire, que les changements structurels peuvent n'avoir qu'un caractère passager. Des influences contraires ou différentes viennent atténuer l'évolution passée et rétablir une situation plus normale ou plus courante.

## § 2. — L'ÉVOLUTION DU TAUX DE RÉTENTION.

TABLEAU XV

*Evolution du taux de rétention des profits (1).*

En milliards de francs courants.

| Années         | Profits non distribués des sociétés | Dividendes et parts versés | Bénéfices nets après impôts directs | Taux de rétention            |
|----------------|-------------------------------------|----------------------------|-------------------------------------|------------------------------|
|                |                                     |                            |                                     | $\frac{1}{2 + 3} \times 100$ |
|                | 1                                   | 2                          | 1 + 2                               | 2 + 3                        |
| 1913 .....     | 1,4                                 | 1,5                        | 2,9                                 | 48 %                         |
| 1929 .....     | 16                                  | 9                          | 25                                  | 64 %                         |
| 1938 .....     | 14                                  | 8                          | 22                                  | 63,6 %                       |
| 1949 .....     | 210                                 | 187                        | 397                                 | 52,8 %                       |
| 1950 .....     | 220                                 | 236                        | 456                                 | 48,2 %                       |
| 1951 .....     | 223                                 | 314                        | 537                                 | 41,5 %                       |
| 1952 .....     | 287                                 | 378                        | 665                                 | 43,1 %                       |
| 1953 .....     | 363                                 | 413                        | 776                                 | 46,7 %                       |
| 1954 .....     | 323                                 | 462                        | 785                                 | 41,1 %                       |
| 1955 .....     | 460                                 | 495                        | 955                                 | 48,2 %                       |
| 1956 .....     | 403                                 | 538                        | 941                                 | 42,8 %                       |
| 1957 .....     | 633                                 | 545                        | 1.178                               | 53,6 %                       |
| 1958 (2) ..... | 619                                 | 602                        | 1.221                               | 50,6 %                       |

(1) Sources (1938-1958).

— Profits non distribués : cf. Tableau XIII : « des revenus nets non distribués des sociétés aux profits non répartis.

— Dividendes et parts : statistiques reprises directement de la comptabilité nationale. Celles-ci comprennent, en plus des dividendes et parts d'intérêts, la rémunération des gérants majoritaires des S.A.R.L. et les revenus des entreprises publiques allant à l'Etat.

Il est tenu compte, dans la mesure du possible, des bénéfices non déclarés au fisc, qui sont comptabilisés, pour partie avec les dividendes et parts versés, et pour le solde avec les profits non distribués (*Méthodes*, p. 203 Paris, 1955).

(2) 1958 : Chiffres provisoires.

Il est généralement admis que les sociétés conservent, globalement, une fraction plus élevée de leurs bénéfices nets, depuis la seconde guerre mondiale, en vue de compenser le manque de dynamisme du marché financier. Les statistiques extraites de la comptabilité nationale dénotent une évolution contraire. Nos calculs, pour les années 1913 et 1929, ne peuvent sans doute être rapprochés de façon satisfaisante de ces évaluations officielles. Nous les avons cependant mentionnés, en priant notre lecteur de prêter plus attention aux rapports qu'aux valeurs absolues.

Le taux global de rétention des profits serait actuellement inférieur à ce qu'il était en 1938. Il ne faut toutefois pas oublier que ces statistiques sont assez imprécises en raison de la complexité extrême des évaluations qu'elles exigent. Mais la diminution semble suffisamment accusée pour être considérée comme représentative d'une tendance vraisemblable. Le taux de rétention tombe de 65 % en 1938 à environ 50 % après guerre et marque donc une chute de l'ordre de 20 %.

Cette étude présenterait beaucoup plus d'intérêt si nous pouvions examiner séparément l'évolution du taux de rétention des sociétés anonymes privées, des S.A.R.L., et des entreprises et services publics. Or le S.E.E.F. ne donne cette ventilation — délicate entre toutes — que pour l'année 1952. Elle est de plus périmée. La nouvelle ventilation n'a pas été publiée (1).

On peut cependant préciser que le *taux de rétention des sociétés industrielles et commerciales, du secteur privé et du secteur public*, est largement en dessous du taux moyen. Ceci résulte de ce que les entreprises financières — les banques et les compagnies d'assurances — sont à l'origine d'une fraction importante des profits non répartis et

(1) Rapport sur les comptes de la Nation. Vol. II : *Méthodes*, p. 111.

ANNEE 1952

|                                      | Sociétés<br>par actions | S.A.R.L.<br>et autres | Entreprise<br>publique | Total  |
|--------------------------------------|-------------------------|-----------------------|------------------------|--------|
| 1. Bénéfices après im-<br>pôts ..... | 213 M.                  | 376                   | — 2                    | 587    |
| 2. Dividendes, parts ...             | 125 M.                  | 240                   | 13                     | 378    |
| 3. Profits non distri-<br>bués ..... | 88                      | 136                   | — 15                   | 209 M. |
| 4. Taux de rétention ..              | 42 %                    | 36 %                  |                        | 35,6 % |

N.B. — La nouvelle évaluation globale des profits non distribués aboutit à 237 M. au lieu de 209 M.

que, de plus, elles ne versent qu'une très faible partie des dividendes (1).

On peut enfin ajouter que *le taux de rétention des sociétés industrielles et commerciales du secteur privé est plus élevé que le taux précédent*, sans atteindre le niveau du pourcentage global. Ceci provient de ce que les déficits d'exploitation des entreprises du secteur public sont déduits, en vertu des principes de la comptabilité nationale, des bénéfices non distribués des sociétés privées et diminuent en apparence, l'épargne de ces dernières.

En conclusion, le taux de rétention des profits, de 1949 à 1956, paraît sensiblement inférieur à celui de l'année 1938, et dans une moindre mesure à celui qui aurait caractérisé le comportement des sociétés au début du *xx*<sup>e</sup> siècle, au dire des contemporains (C. Colson, R. Pupin, J. Lescure, etc.). Mais, comme ses auteurs envisageaient surtout la situation des entreprises industrielles et que le pourcentage des profits non distribués par elles, de nos jours, est nettement en-dessous du taux moyen, il y aurait lieu de croire que ce sont essentiellement les sociétés industrielles et commerciales — toujours plus nombreuses — qui ont accepté ou dû accepter de réduire leurs possibilités de financement interne (2).

### *Section III*

#### ESSAI SUR QUELQUES FACTEURS DE L'EVOLUTION DU FINANCEMENT INTERNE DES ENTREPRISES

La croissance relativement lente des profits non distribués depuis la fin de la guerre, par rapport à celle de la production industrielle, constitue à notre avis, l'élément le plus caractéristique de l'évolution du financement interne des entreprises. Il est assez difficile de conce-

(1) Cf. Rapport sur les Comptes de la Nation de l'année 1957, p. 65 ou notre Tableau XIII.

Par exemple, en 1956, l'épargne nette des intermédiaires financiers est de 211 M. soit 52 % de l'épargne de l'ensemble des sociétés. Ces 211 M. se décomposent de la façon suivante : Banque de France (14 M.), banques (28 M.), Crédit Agricole (6 M.), Caisse des Dépôts et Consignations (10 M.) Compagnies d'assurances (113 M.), caisses d'épargne (23 M.), établissements financiers (6 M.), Crédit Foncier (6 M.) et Crédit National (5 M.).

(2) Compte tenu des observations précédentes, cette évolution concerne surtout les entreprises du secteur public.

voir qu'elle aurait dû être une augmentation satisfaisante, sinon optimum, des bénéfices non répartis, en supposant que l'année 1938 corresponde à une situation normale. Les moyens d'analyse de la théorie des structures n'abondent pas en la matière, et les statistiques sont fort imprécises.

Au tableau XVI, nous avons rassemblé les évaluations, fournies par les comptes de la Nation, des divers flux dont l'évolution commande celle des profits non distribués. Les rapprochements que ces statistiques permettent ne sont pas sans intérêt. Mais il importe, plus que jamais, de se montrer très prudent pour les interpréter. D'une part, les économistes qui les élaborent ne procèdent pas chaque année, pour chaque flux, à une estimation directe. Leur manque de documentation les oblige à poser des hypothèses, à faire des déductions. D'autre part, il s'agit de statistiques globales qui ne correspondent pas nécessairement à la situation la plus fréquente. Et ce n'est certainement pas le cas ici. Elles masquent l'opposition qui caractérise le comportement des entreprises privées et des entreprises publiques vis-à-vis de l'auto-financement et partant l'un des raisons essentielles de la croissance insuffisante des bénéfices non répartis. Il y a lieu, en conséquence, de nuancer la portée de nos conclusions, et surtout de ne pas perdre de vue cette réserve.

### § 1. — PÉRIODE 1938-1949.

Le volume des profits non distribués en 1949 est sensiblement inférieur à celui de 1938, alors que la production industrielle (sans le bâtiment) a augmenté de plus de 20 %. Cette chute semble surtout imputable à l'alourdissement des prélèvements fiscaux, et dans une mesure assez faible, à la chute du taux de rétention. Sans modification du système fiscal l'augmentation des profits avant impôts aurait été à peu près suffisante pour permettre aux sociétés de se constituer les moyens de financement interne qu'elles pouvaient espérer, sans réduire la rémunération de leurs actionnaires.

### § 2. — LA PÉRIODE 1949-1956.

L'évolution est moins caractéristique ; les profits non distribués ayant presque atteint le niveau le plus bas. Ce sera chose faite en 1951. Depuis ils tendent, assez récemment du reste, à combler leur retard. Jusqu'en 1951, celui-ci reste dû à la forte progression des charges fiscales. Même si les sociétés avaient moins hésité à sacrifier les intérêts de leurs actionnaires, il leur aurait été difficile d'accroître substantiellement le volume des bénéfices gardés par devers elles.

TABLEAU XVI

*Des bénéfices aux profits non distribués.*

| Années                                                                           | Bénéfices avant impôts | Impôts directs | Bénéfices après impôts | Dividendes et parts | Profits non distribués | Indice de la production industrielle |
|----------------------------------------------------------------------------------|------------------------|----------------|------------------------|---------------------|------------------------|--------------------------------------|
| Valeurs absolues en francs courants.                                             |                        |                |                        |                     |                        |                                      |
| 1938 ....                                                                        | 24                     | 2              | 22                     | 8                   | 14                     |                                      |
| 1949 ....                                                                        | 547                    | 150            | 397                    | 187                 | 210                    |                                      |
| 1951 ....                                                                        | 774                    | 237            | 537                    | 314                 | 223                    |                                      |
| 1952 ....                                                                        | 928                    | 263            | 665                    | 378                 | 287                    |                                      |
| 1953 ....                                                                        | 1083                   | 307            | 776                    | 413                 | 363                    |                                      |
| 1954 ....                                                                        | 1082                   | 297            | 785                    | 462                 | 323                    |                                      |
| 1955 ....                                                                        | 1275                   | 320            | 955                    | 495                 | 460                    |                                      |
| 1956 ....                                                                        | 1348                   | 407            | 941                    | 538                 | 403                    |                                      |
| 1957 ....                                                                        | 1655                   | 477            | 1178                   | 545                 | 633                    |                                      |
| 1958 ....                                                                        | 1822                   | 611            | 1221                   | 602                 | 619                    |                                      |
| Valeurs absolues en milliards de francs 1938.                                    |                        |                |                        |                     |                        |                                      |
| 1938 ....                                                                        | 24                     | 2              | 22                     | 8                   | 14                     |                                      |
| 1949 ....                                                                        | 27,3                   | 7,5            | 19,8                   | 9,3                 | 10,5                   |                                      |
| 1951 ....                                                                        | 31                     | 11             | 20                     | 11                  | 9                      |                                      |
| 1952 ....                                                                        | 37,5                   | 11             | 26,5                   | 15                  | 11,5                   |                                      |
| 1953 ....                                                                        | 43,3                   | 12,3           | 31                     | 16,5                | 14,5                   |                                      |
| 1954 ....                                                                        | 43,3                   | 11,9           | 31,4                   | 18,4                | 13                     |                                      |
| 1955 ....                                                                        | 51                     | 12,8           | 38,2                   | 19,8                | 18,4                   |                                      |
| 1956 ....                                                                        | 53,9                   | 16,3           | 37,6                   | 21,5                | 16,1                   |                                      |
| 1957 ....                                                                        | 57,9                   | 16,7           | 41,2                   | 19                  | 22,2                   |                                      |
| 1958 ....                                                                        | 56,8                   | 18,9           | 37,9                   | 18,7                | 19,2                   |                                      |
| Variations, par rapport à 1938 des valeurs absolues en milliards de francs 1938. |                        |                |                        |                     |                        |                                      |
| 1949 ....                                                                        | + 3,3                  | + 5,5          | — 2,2                  | + 1,3               | — 3,5                  |                                      |
| 1951 ....                                                                        | + 7                    | + 9            | — 2                    | + 3                 | — 5                    |                                      |
| 1952 ....                                                                        | + 13,5                 | + 9            | + 4,5                  | + 7                 | — 2,5                  |                                      |
| 1953 ....                                                                        | + 19,3                 | + 10,3         | + 9                    | + 8,5               | + 0,5                  |                                      |
| 1954 ....                                                                        | + 19,3                 | + 9,9          | + 9,4                  | + 10,4              | — 1                    |                                      |
| 1955 ....                                                                        | + 27                   | + 10,8         | + 16,2                 | + 11,8              | + 4,4                  |                                      |
| 1956 ....                                                                        | + 29,9                 | + 14,3         | + 15,6                 | + 13,5              | + 2,1                  |                                      |
| 1957 ....                                                                        | + 33,9                 | + 14,7         | + 19,2                 | + 11                | + 8,2                  |                                      |
| 1958 ....                                                                        | 32,8                   | + 16,9         | + 15,9                 | + 10,7              | + 5,2                  |                                      |
| Indices des valeurs absolues.                                                    |                        |                |                        |                     |                        |                                      |
| 1938 ....                                                                        | 100                    | 100            | 100                    | 100                 | 100                    | 100                                  |
| 1949 ....                                                                        | 115                    | 375            | 90                     | 116                 | 75                     | 122                                  |
| 1951 ....                                                                        | 129                    | 550            | 91                     | 138                 | 64                     | 139                                  |
| 1952 ....                                                                        | 156                    | 550            | 120                    | 188                 | 82                     | 145                                  |
| 1953 ....                                                                        | 180                    | 615            | 141                    | 206                 | 104                    | 141                                  |
| 1954 ....                                                                        | 180                    | 595            | 143                    | 231                 | 93                     | 154                                  |
| 1955 ....                                                                        | 212                    | 640            | 173                    | 244                 | 131                    | 169                                  |
| 1956 ....                                                                        | 226                    | 815            | 170                    | 270                 | 115                    | 187                                  |
| 1957 ....                                                                        | 241                    | 835            | 187                    | 237                 | 158                    | 203                                  |
| 1958 ....                                                                        | 237                    | 945            | 172                    | 234                 | 137                    | 211                                  |

Sources : 1938 : les comptes économiques de l'année 1938.

1949-1958 : Rapport sur les comptes de la Nation des années 1949 à 1955 et de l'année 1958.

Note : Les chiffres de l'année 1958 sont encore provisoires. Indice de conversion : cf. annexe n° 25.

A partir de 1952, le système fiscal des sociétés ne paraît plus déterminant à lui seul. Il faut mettre aussi en cause l'augmentation rapide des dividendes et parts versés. L'incidence de cette dernière est d'autant plus grande qu'elle porte sur une somme plus importante, au départ, que celle correspondant aux prélèvements de l'Etat (respectivement 8 et 2 M. en 1938). En 1953, les profits non répartis retrouveraient leur volume de 1938. S'ils avaient connu une évolution comparable à celle de la production industrielle, ils se seraient élevés à environ 20 M. au lieu de 14,5 M. de francs 1938. Mais une croissance moins rapide des dividendes et parts versés, de 1938 à 1953, plus proche par conséquent, de celle de l'indice précédent, n'aurait pas permis, à elle seule, de laisser à la disposition des sociétés les capitaux qu'elles pouvaient considérer comme plus justifiés, correspondant davantage à un taux optimum.

De nouveau, à partir de 1956, c'est la fiscalité qui devient le facteur premier de la progression insuffisante du financement sur ressources propres.

### CONCLUSION

L'évolution des profits non distribués de 1938 à 1958 n'autorise que des conclusions nuancées. Tour à tour, la fiscalité et les distributions (1) sont à l'origine de la progression insuffisante des profits non répartis (2). Mais il semble certain que si les impôts continuaient à augmenter au même rythme que depuis 1938, les sociétés verraient leurs ressources propres diminuer, tant en valeur absolue qu'en valeur relative. Il ne faut pas oublier qu'à cette époque l'Etat ne prenait pratiquement pas part aux bénéfices des entreprises (2 M. environ pour les sociétés). Il a pu majorer substantiellement ses prélèvements, sans ralentir en proportion, la croissance des profits, distribués ou non, qui de toute façon reste trop lente. Désormais, les impôts étant très élevés en valeur absolue, toute majoration des taux a une incidence très grande, d'autant plus grande que ces impôts directs pèsent essentiellement sur le secteur privé qui réalise, à lui seul, la presque totalité des bénéfices sociétaires.

(1) Il nous semble important de rappeler qu'elles comprennent la rémunération des gérants majoritaires des S.A.R.L. ainsi que leurs bénéfices répartis, qu'ils aient ou non été déclarés au fisc. Or ces sociétés jouent un rôle beaucoup plus important dans l'économie française depuis 1938. Les distributions, toutes choses égales par ailleurs, ont de ce fait, sensiblement moins progressé que l'indice le laisse supposer.

(2) Le caractère trop global de la comptabilité nationale nous oblige, pour le moment, à faire abstraction de la situation des entreprises publiques.



## TROISIÈME PARTIE

---

# ESSAI STATISTIQUE SUR L'ÉVOLUTION DU FINANCEMENT GLOBAL DES ENTREPRISES EN FRANCE DE 1890 A 1958



L'intérêt d'un exposé logique et la difficulté des recherches rétrospectives militaient en faveur d'une étude analytique du financement des entreprises. Toutefois, celle-ci ne donne, de notre sujet, qu'un ensemble de vues incomplètes et cloisonnées. Un effort de généralisation s'impose, qui rende compte, non seulement de l'évolution comparée des ressources privées, mais encore de la participation des fonds publics trop longtemps négligée. On ne peut alors manquer d'opposer la progression considérable des divers concours consentis par les intermédiaires financiers (y compris le Trésor), à la croissance très lente, et encore récente, de la contribution des agents économiques, qu'elle prenne la forme de placements, par les ménages, sur le marché financier, ou de la rétention des profits, par les sociétés. Ce contraste implique des changements, sans doute profonds, par rapport à l'avant-guerre. Mais comme cette déduction repose sur des statistiques globales, il est indispensable de se demander si elle n'est pas trop absolue. Un examen plus approfondi révèle que ces modifications structurelles sont d'ampleur inégale. Elles concernent surtout les entreprises du secteur public : elles ont très largement bénéficié des techniques nouvelles de financement, alors que leurs profits symboliques ou leurs déficits d'exploitation réduisaient à rien leurs possibilités d'autofinancement. En revanche, le comportement des entreprises privées apparaît beaucoup plus stable : leurs principes de gestion financière les détournent des techniques nouvelles. Ce retour à la réalité, par abandon des statistiques globales, abstraites et irréelles, permet d'attribuer une place relative plus juste, au déclin du marché financier, parmi les causes de la croissance insuffisante des investissements productifs.

L'évolution des modes de financement, surtout sensible pour les entreprises du secteur public, exerce une influence défavorable sur la constitution de biens de capitaux, en France, depuis la fin de la seconde guerre mondiale.

## CHAPITRE I

---

### LA PRÉSENTATION DES STATISTIQUES GLOBALES

---

En dépit de notre souci de ne pas ménager notre peine, les lacunes, les inévitables approximations de notre travail dues aux insuffisances de l'appareil statistique, nous apparaissent bien grandes encore, et nous nous demandons s'il n'est pas prématuré de présenter une vue d'ensemble, sur le plan statistique, de l'évolution du financement des entreprises en France ; peut-être serait-il préférable d'en laisser le soin à une étude future ? En nous abstenant, nous ferions preuve de modestie, mais nous manquerions à notre tâche. Une thèse de doctorat suppose, par définition, un engagement, une prise de position de son auteur, même s'il sait que d'autres risquent de lui apporter de sérieux démentis. Bien qu'il nous semble dangereux de prendre connaissance des résultats ultimes de nos recherches, sans s'attarder à l'exposé détaillé de nos méthodes et de nos sources, nous avons estimé utile d'en rappeler les aspects essentiels, pour le lecteur qui ne disposerait que d'un temps limité.

#### *Section première*

### L'IMPRECISION DES STATISTIQUES

Elle varie suivant l'ancienneté de la période qu'elles concernent, et suivant qu'il s'agit d'évaluations ou de recensements.

### § 1. — LES ÉVALUATIONS.

Jusqu'en 1938 inclusivement, l'ensemble des statistiques, à l'exception de celles qui ont trait à l'activité des intermédiaires financiers, repose sur des évaluations très approximatives. Qu'elles soient notre œuvre ou celle des auteurs de la comptabilité nationale (profits non distribués des sociétés en 1938), elles sont affectées d'un pourcentage d'erreur sensible : de l'ordre de 20 %.

### § 2. — LES RECENSEMENTS.

A partir de 1949, les statistiques sur les crédits à court et à moyen terme, sur les prêts des institutions financières et du Trésor procèdent de recensements qui leur donnent une grande valeur. En revanche, quelle que soit l'autorité des auteurs de la comptabilité nationale, l'évaluation des profits non distribués reste incertaine, sauf pour ceux des entreprises financières. Enfin la statistique du marché financier, pour des raisons très diverses, tend à surestimer les apports nets des épargnants, au cours de toute la période étudiée (1890-1958).

## *Section II*

### L'INADAPTATION DES STATISTIQUES

Nos préoccupations actuelles n'ont point inspiré également l'élaboration des documents anciens. Ceci explique que nous n'ayons pu, comme nous l'aurions désiré, mettre en œuvre les conceptions les plus explicites, ni procéder aux ventilations nécessaires pour éliminer les doubles emplois.

### § 1. — LES CONCEPTIONS MISES EN ŒUVRE.

La contribution des intermédiaires financiers peut être appréciée suivant trois conceptions, d'après les variations de l'encours exprimé en francs courants, éventuellement converties en francs constants, d'après les variations de l'encours exprimé en francs constants, et en fonction des crédits nouveaux octroyés au cours d'une période donnée.

#### *A. — Les variations de l'encours exprimé en francs courants.*

Il est d'usage de considérer que les variations de l'encours des crédits à court terme, accordés aux entreprises, rendent compte du rôle

de ce moyen de financement au cours d'une période donnée. En raison de l'échéance rapprochée de ces opérations, on peut admettre qu'une partie des crédits nouveaux a compensé les remboursements opérés par leurs bénéficiaires et que le solde a accru les fonds d'emprunt des entreprises. C'est la solution que nous avons reprise dans le tableau XVII. A noter que le passage de nos statistiques à celles de la comptabilité nationale n'offre guère d'inconvénient ; elles aboutissent à des résultats pratiquement identiques (1).

*B. — Les variations de l'encours exprimé en francs constants.*

En période de dépréciation monétaire, les variations de l'encours des crédits à court terme, même converties en francs constants, ne donnent pas une idée exacte des ressources fournies par les banques. En effet, le renouvellement des crédits anciens ne transfère aux entreprises qu'un pouvoir d'achat sans cesse décroissant, à mesure que s'accroît la dégradation de l'unité de paiement. Certes, l'augmentation de l'encours peut compenser cette perte, et même au-delà. Mais il arrive qu'elle soit insuffisante. C'est ce qui s'est produit, par exemple, en 1957 et 1958. En conséquence, nous avons estimé nécessaire de compléter l'indice des variations de l'encours exprimées en francs courants, puis converties en francs constants, par un indice retraçant l'évolution de l'encours en francs constants. *L'expansion monétaire au profit du secteur productif apparaît alors nettement moins accentuée que le laisserait supposer la sommation des augmentations annuelles, converties en francs 38* (2).

*C. — La notion de crédits ou de prêts nouveaux.*

Les économistes se réfèrent souvent à une notion plus large, à celle de crédit ou de prêt nouveau, pour apprécier l'importance du financement des entreprises par recours aux crédits à moyen terme ou aux prêts des organismes spécialisés. Cette valeur s'obtient par sommation de l'augmentation de l'encours et du produit des amortissements. Elle surestime, suivant nous, l'aide effectivement reçue par les entreprises, dans la mesure où il y a identité de personne, entre celle qui emprunte et celle qui rembourse.

La comptabilité nationale se base sur les variations de l'encours pour les crédits à moyen terme, et sur les prêts nouveaux pour l'activité

(1) Première Partie, Chapitre II, Section II.

(2) Cf. Tableau II.

des institutions financières. Le fonds de développement économique et social utilise les deux notions, tout en insistant davantage sur celle qui est la plus large.

Comme les documents anciens ne nous laissaient pas toujours le choix, nous avons retenu la notion commune à tous les rapports, celle de variation des encours.

#### D. — *La progression du financement sur ressources monétaires.*

Il est enfin une dernière conception qui n'est pas sans intérêt. Elle se propose de mettre en relief la progression du financement des entreprises, sur ressources monétaires, par sommation des crédits bancaires à court terme et à moyen terme. La valeur absolue de ces derniers (tableau X) est peut-être légèrement sous-estimée, ayant négligé, faute de statistiques, les effets représentatifs de crédits à la construction accordés aux entreprises (logements ouvriers, etc.).

### § 2. — LES DOUBLES EMPLOIS.

La question est claire pour la période 1954-1957. Les émissions nettes de valeurs mobilières des intermédiaires financiers et leurs profits non distribués ne doivent pas être comptés parmi les ressources des entreprises industrielles et commerciales. Ils ont, en effet, servi à financer les crédits et les prêts accordés à ces dernières, et ceux-ci figurent à d'autres rubriques.

Pour la période antérieure, il y a sans doute des doubles emplois ; mais ils n'ont guère d'incidence grave. D'une part, la contribution des organismes spécialisés, étroitement en relation avec les Finances publiques, est récente (leur fondation remonte à la fin de la première guerre mondiale). D'autre part, la participation des autres intermédiaires s'effectuait surtout par le canal du marché financier. Il s'agit des banques d'affaires — surtout orientées, à l'époque, vers les industries étrangères —, des compagnies d'assurances et du Crédit Foncier pour une partie de son activité. Les capitaux qu'ils ont redistribués figurent, théoriquement, parmi les apports du marché. Toutefois, il reste regrettable que nous n'ayons pu décomposer cette rubrique. Les documents de base étaient trop incertains pour espérer aboutir à des résultats acceptables.

**TABEAU XVII**  
*Evolution des principaux moyens de financement des entreprises*  
*Variations des encours.*

En milliards de francs courants.

| Sources                                                                                                                                                                                                               | Ligne | Moyens de financement                                                    | 1890  | 1900  | 1913  | 1929 | 1938   | 1949 | 1954 | 1955 | 1956 | 1957 | 1958 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|--------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|------|--------|------|------|------|------|------|------|
| L'auteur :<br>Tableau II<br>Tableaux IX - X<br>Tableau VIII<br>Tableau XI<br>L'auteur<br>de 1890 à 1929<br>(Tableau XIV)<br>et<br>la comptabilité<br>nationale de<br>1933 à 1938,<br>sauf en 1938,<br>pour la ligne 9 | 1     | Crédits à court terme<br>du système bancaire.                            | 0,2   | 0,4   | 0,8   | 12   | 3,4    | 272  | 202  | 273  | 453  | 243  | 120  |
|                                                                                                                                                                                                                       | 2     | Crédits à moyen terme<br>du système bancaire.                            | —     | —     | —     | 0,33 | -0,013 | 64   | 24   | 22   | 65   | 138  | 120  |
|                                                                                                                                                                                                                       | 3     | Crédits à moyen terme<br>des institutions finan-<br>cières .....         | —     | —     | —     | —    | —      | -2   | -3   | -28  | -7   | 6    | 26   |
|                                                                                                                                                                                                                       | 4     | missions nettes de va-<br>leurs mobilières des<br>sociétés .....         | 0,325 | 0,750 | 1,5   | 16   | 0,4    | 75   | 292  | 329  | 351  | 553  | 421  |
|                                                                                                                                                                                                                       | 5     | profits non distribués<br>des sociétés .....                             | 0,8   | 0,9   | 1,4   | 16   | 14     | 210  | 327  | 462  | 419  | 636  | 614  |
|                                                                                                                                                                                                                       | 6     | — non financières ..                                                     |       |       |       |      |        |      | 188  | 331  | 208  | 393  | 340  |
|                                                                                                                                                                                                                       | 7     | — financières .....                                                      |       |       |       |      |        |      | 139  | 131  | 211  | 243  | 274  |
|                                                                                                                                                                                                                       | 8     | profits réinvestis par<br>les entreprises indivi-<br>duelles .....       | 0,7   | 0,650 | 0,550 | 1,5  | 0      | ?    | -8   | -10  | 26   | 62   | 61   |
|                                                                                                                                                                                                                       | 9     | profits des institutions<br>financières sur res-<br>sources propres .... | p. m. | p. m. | p. m. | 0,3  | 0,150  | ?    | 43   | 60   | 166  | 239  | 143  |
|                                                                                                                                                                                                                       | 10    | Subventions d'équilibre                                                  |       |       |       |      |        | 13   | 117  | 136  | 151  | 108  |      |
|                                                                                                                                                                                                                       | 11    | Subventions d'équipe-<br>ment .....                                      |       |       |       | ?    | —      | 48   | 83   | 82   | 114  | 132  | 166  |
|                                                                                                                                                                                                                       | 12    | Domages de guerre .                                                      |       |       |       | ?    | —      | 186  | 131  | 134  | 101  | 84   | 59   |
|                                                                                                                                                                                                                       | 13    | Prêts du F.D.E.S. et sur<br>fonds du F.D.E.S. ...                        | —     | —     | —     | —    | —      | 221  | 154  | 152  | 166  | 143  |      |
|                                                                                                                                                                                                                       | 14    | Avances du Trésor ...                                                    | ?     | ?     | ?     | ?    | ?      | ?    | 120  | 82   | 119  | 114  |      |
| La comptabilité<br>nationale                                                                                                                                                                                          |       |                                                                          |       |       |       |      |        |      |      |      |      |      |      |
|                                                                                                                                                                                                                       |       |                                                                          |       |       |       |      |        |      |      |      |      |      |      |
| Pour<br>confrontation :                                                                                                                                                                                               | 15    | Crédits à court terme<br>des banques .....                               |       |       |       |      |        |      | 194  | 261  | 439  | 299  | 304  |
|                                                                                                                                                                                                                       | 16    | Crédits à moyen terme<br>des banques .....                               |       |       |       |      |        |      | 38   | 7    | 71   | 144  |      |

| Sources                                         | Ligne | Moyens<br>de financement                                             | 1890 | 1900 | 1913 | 1929 | 1938 | 1949 | 1954 | 1955 | 1956 | 1957 | 1958 |
|-------------------------------------------------|-------|----------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Statistiques de<br>la comptabilité<br>nationale | 17    | Crédits à moyen terme<br>des institutions finan-<br>cières .....     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|                                                 | 18    | Emissions nettes de va-<br>leurs mobilières des<br>entreprises ..... |      |      |      |      |      |      | 23   | 39   | 38   | 41   |      |
|                                                 | 19    | — non financières ..                                                 |      |      |      |      |      |      | 328  | 314  | 359  | 577  | 561  |
|                                                 | 20    | — financières .....                                                  |      |      |      |      |      |      | 220  | 243  | 289  | 473  | 469  |
|                                                 |       |                                                                      |      |      |      |      |      |      | 108  | 66   | 70   | 104  | 92   |

— *Ligne 2* : Crédits à moyen terme des banques :  
En 1929 et 1938, il s'agit de l'augmentation des crédits à moyen terme consentis par les banques privées spécialisées.  
— *Ligne 4* : marché financier.  
Théoriquement, il s'agit de la balance des émissions et des amortissements de valeurs industrielles, exclusion faite des doubles emplois.  
— *Lignes 4 et 5* : émissions nettes de valeurs mobilières et profits non distribués des entreprises financières.  
Ils sont à l'origine de doubles emplois dans la mesure où l'on fait mention, ligne 9, au titre des ressources des entreprises, des prêts des entreprises financières, puisque ces derniers sont effectués à partir des capitaux précédents.  
— *Ligne 9* : prêts des institutions financières sur ressources propres : de 1890 à 1913, nous avons indiqué, pour mémoire, les prêts du Crédit Foncier et des compagnies d'assurances que nous n'avons pu recenser ; en 1929 et 1938, il s'agit de l'augmentation des prêts, sur ressources privées et publiques, des organismes suivants :

|                                 |            |            |
|---------------------------------|------------|------------|
|                                 | 1929       | 1938       |
| Crédit National .....           | + 0,040    | + 0,368    |
| Crédit Agricole .....           | + 0,150    | — 0,030    |
| Caisse des Dép. et Consignat... | —          | + 0,150    |
| Crédit Foncier de France .....  | + 0 100    | + 0,050    |
| Total .....                     | + 0,300 M. | + 0,150 M. |

— *Ligne 18* : marché financier.  
Il s'agit de la balance des émissions et des amortissements de valeurs industrielles, doubles emplois non exclus, soit une surestimation moyenne de 15 % environ.  
En général, les statistiques extraites de la comptabilité nationale, que nous confrontons aux nôtres, donnent des évaluations supérieures parce qu'elles comprennent comme nos développements ultérieurs l'indiquent, les crédits à moyen terme à l'exportation accordés aux entreprises, les crédits à moyen terme à la construction et les prêts à long terme distribués aux sociétés immobilières, que nous n'avons pas jugées entrer dans le sujet de notre étude.

TABLEAU XVIII

## Evolution du financement des entreprises

Indices : base 100 en 1938

| Années                                                             | 1890 | 1900  | 1913  | 1929  | 1938 | 1949  | 1954  | 1955  | 1956  | 1957  | 1958  |
|--------------------------------------------------------------------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1. Crédits bancaires .....                                         |      |       |       |       |      |       |       |       |       |       |       |
| — Variations de l'encours des crédits à C.T. ....                  | 44   | 88    | 147   | 353   | 100  | 400   | 238   | 324   | 532   | 250   | 109   |
| — Encours des crédits à C.T. ....                                  | 47   | 73    | 150   | 119   | 100  | 97    | 164   | 185   | 219   | 209   | 190   |
| — Encours des crédits à C. et M.T. ....                            | 47   | 73    | 150   | 120   | 100  | 111   | 197   | 217   | 255   | 231   | 234   |
| 2. Marché financier 1938 = 100 .....                               | 625  | 1.450 | 2.375 | 4.000 | 100  | 1.600 | 2.925 | 3.300 | 3.500 | 4.850 | 3.250 |
| 1929 = 100 .....                                                   | 16   | 36    | 59    | 100   | 3    | 22    | 74    | 82    | 87    | 121   | 81    |
| 3. Profits non distribués .....                                    | 14   | 50    | 64    | 114   | 100  | 75    | 93    | 131   | 115   | 158   | 137   |
| 4. Crédit National .....                                           |      |       |       |       |      |       |       |       |       |       |       |
| — Prêts directs sur ressources propres et<br>fonds publics : ..... |      |       |       |       |      |       |       |       |       |       |       |
| - encours .....                                                    |      |       |       |       |      |       |       |       |       |       |       |
| - variation de l'encours .....                                     |      |       |       |       |      |       |       |       |       |       |       |
| — Prêts directs et prêts aux risques du<br>Trésor : .....          |      |       |       |       |      |       |       |       |       |       |       |
| - indice de l'encours .....                                        |      |       |       |       |      |       |       |       |       |       |       |
|                                                                    |      |       |       | 31    | 100  | 106   | 376   | 436   | 511   | 492   | 479   |
|                                                                    |      |       |       | 11    | 100  | 230   | 220   | 239   | 315   | 190   | 168   |
|                                                                    |      |       |       | 31    | 100  | 125   | 668   | 745   | 844   | 815   | 762   |

Sources : Evaluations de l'auteur, sauf celles des profits non distribués des sociétés de 1938 à 1958 (comptabilité nationale).  
 — Crédits bancaires : Tableaux II, IX et X.  
 — Marché financier : Tableau XI.  
 — Profits non distribués : Tableau XIV.  
 — Crédit National : Tableau V.

## CHAPITRE II

---

### L'ÉVOLUTION DES MODES DE FINANCEMENT CONCERNE ESSENTIELLEMENT LES ENTREPRISES DU SECTEUR PUBLIC

---

En examinant les statistiques globales, réunies au tableau XVII, on ne peut manquer d'être frappé par l'opposition qui caractérise l'évolution des diverses modalités de financement des entreprises. Les principaux moyens classiques, le marché financier et les profits non distribués, n'ont connu qu'une faible progression, en valeur absolue, et représentent un pourcentage nettement moins élevé, qu'avant-guerre, de l'ensemble des ressources des entreprises, alors que les procédés nouveaux ou peu usités auparavant sont à l'origine de capitaux très importants. Mais, si l'on décompose ces statistiques globales, pour tenter de dégager la situation des divers groupes d'agents, l'opposition apparaît beaucoup plus circonscrite ; elle concerne essentiellement les entreprises et services publics industriels ou commerciaux. A la différence des entreprises privées, celles du secteur public ont largement bénéficié des techniques récentes, leurs profits symboliques ou leurs déficits d'exploitation réduisant à rien leur possibilité d'autofinancement.

*Section première*

## GENERALITES

Deux considérations de nature différente rendent notre démonstration délicate.

§ 1. — LES COMPTES DE LA NATION  
ET LE TABLEAU DES RELATIONS FINANCIÈRES.

A. — *Les comptes de la Nation.*

Les comptes de la Nation, tels qu'ils sont communiqués au public, ne distinguent pas les opérations financières des entreprises privées de celles des entreprises et services publics. Cette solution, qui ne se justifie pas sur le plan théorique (1), présente de *graves inconvénients*. En effet une étude statistique qui se base uniquement sur des données globales aboutit presque automatiquement à des conclusions erronées ; les chiffres qui recouvrent un ensemble trop large tournent souvent le dos à la réalité. Une réforme, à notre avis, s'impose. Elle se heurte à des obstacles certains. Toutefois, sur le plan matériel, ils ne semblent pas supérieurs à ceux que rencontrent habituellement les auteurs de la comptabilité nationale. Les comptes détaillés de l'année 1952 (2), révisés depuis lors, tendent à le prouver. En outre, les sources relatives au secteur public sont plus abondantes ; elles permettraient d'élaborer un nouveau compte, entaché d'un pourcentage d'erreur moindre que le compte global actuel. Celui des entreprises privées s'en ressentirait. Mais cela n'ôte rien à l'intérêt d'une modification en ce sens. « Les sociétés nationalisées sont un sujet tabou et dès que l'on émet le moindre doute sur l'excellence de leur gestion, leurs champions entrent en transe et crient au sabotage des nationalisations » (3). La publication d'un compte d'affectation et de capital, réservé aux seules entreprises publiques ou aux entreprises et services publics, par le S.E.E.F. dont on se plaît à louer l'objectivité, mettrait plus à l'aise ceux qui traitent d'une question aussi épineuse. En l'occurrence, nous ne devrions par recourir à de multiples sources statistiques, ce qui prête toujours à contestation,

(1) Cf. Introduction.

(2) Rapport sur les comptes de la Nation. Vol. II : *Méthodes*, 1955, pp. 110-111.

(3) DIVISIA, DUPIN, ROY : *A la recherche du frac perdu*, t. II, p. 75.

et laisser imprécis certains points, qui ne vont pas nécessairement à l'encontre de notre thèse.

### B. — *Le tableau des relations financières.*

En raison de leur caractère global, les statistiques du tableau des relations financières ne permettent pas de suivre les relations qui unissent chaque intermédiaire financier à chaque groupe d'agents économiques. Par exemple, on ne peut déterminer, parmi tous les prêts des institutions financières aux entreprises, ceux qui ont été consentis par le Crédit Agricole, peut-être serait-il alors souhaitable d'ajouter des annexes au tableau des relations financières. Les documents publiés par les organismes sont souvent incomplets, et il est difficile de s'adresser directement à eux pour obtenir des renseignements complémentaires, d'autant plus qu'ils ne sont pas toujours disponibles (1). Il faut toutefois noter que les progrès exceptionnels de la présentation du rapport annuel du Conseil National du Crédit jettent davantage de clarté en cette matière.

## § 2. — LES DOMMAGES DE GUERRE ET LES SUBVENTIONS D'ÉQUIPEMENT AUX ENTREPRISES.

Notre propos est de rechercher les traits caractéristiques de l'évolution contemporaine du financement des entreprises, et de déceler, dans quelle mesure, les modifications éventuelles sont imputables aux défaillances prolongées des mécanismes classiques ou aux multiples interventions des pouvoirs publics, en vue de faciliter et de contrôler le financement de l'ensemble ou de certaines entreprises. Y a-t-il lieu, dans ces conditions d'accorder grand intérêt à la contribution des Finances publiques, sous la forme d'indemnités de dommages de guerre ou de subventions d'équipement ? Nous ne le pensons pas.

### A. — *Les dommages de guerre.*

Sans vouloir nier l'importance des indemnités de dommages de guerre allouées aux entreprises, nous ne croyons pas qu'il faille en tenir compte dans l'optique de notre travail. Elles ne sont point récentes dans leur principe. Elles tendent à disparaître à mesure que l'Etat procède à la liquidation de ses engagements, indépendants

(1) De nombreuses ventilations sont encore très empiriques.

*du comportement du marché financier*, au moins, au moment où ils ont été pris. Enfin, il n'est pas sans fondement de considérer que les prélèvements fiscaux, qu'ils exigent, limitent les possibilités d'auto-financement des entreprises, ou de placement par les particuliers, sur le marché des capitaux à long terme.

### B. — *Les subventions d'équipement.*

Bien que la question soit discutable, il ne semble pas que les subventions d'équipement doivent dans la perspective de notre travail davantage retenir notre attention. Elles n'ont pas pour but de compenser les défaillances, effectives ou potentielles, des mécanismes classiques de financement. *Leur mission est au contraire d'orienter ou d'accroître les emplois de capitaux*, détenus par des agents économiques, qui sont jugés d'intérêt public par les gouvernants. Elles sont essentiellement *une incitation à l'investissement*.

Nous pouvons enfin mentionner, tant pour les indemnités de dommages de guerre que pour les subventions d'équipement, que le fait qu'elles figurent au compte d'affectation des entreprises et non à leur compte de capital tend à confirmer notre interprétation. Mais, on peut alors se demander, pourquoi nous n'attribuons pas la même signification aux subventions d'équilibre qui figurent aussi au compte d'affectation. Elles sont, suivant nous, beaucoup plus caractéristiques de l'évolution du financement des entreprises que les deux formes précédentes de la participation des fonds publics. D'une part, elles démontrent les difficultés de certaines entreprises à se constituer des ressources propres. D'autre part, la couverture d'un déficit d'exploitation, après versement de subventions d'exploitation, est une opération financière même lorsqu'il s'agit d'une entreprise du secteur public.

Nous négligerons donc, dans nos développements, les subventions d'équipement et les dommages de guerre. Cette solution, que nous reconnaissons pouvoir prêter à discussion, ne fausse pas le sens de notre démonstration, puisqu'elles sont équitablement réparties entre le secteur privé et le secteur public. Le premier réalise près des 3/4 des investissements productifs bruts et reçoit environ les 3/4 de cette contribution publique (1).

(1) M. F. BLOCH-LAINÉ, « Finances publiques », cours professé à l'Institut d'études politiques de Paris, en 1956-57. Suivant le tableau présenté à la page 17 (tome II), les *entreprises nationales* ont réalisé le quart des investissements bruts de l'ensemble des entreprises pendant la période 1952-1956.

— *Comptes de la Nation*, Paris, 1955, t. II, p. 99, année 1952.

Dommages de guerre : 145 M. dont 39 M. aux entreprises et services publics.

Subventions d'équipement : 72 M. dont 72 M. aux entreprises et services publics. Ceux-ci ne reçoivent plus, aujourd'hui la totalité des subventions d'équipement.

## Section II

L'ÉVOLUTION DES MODES DE FINANCEMENT  
CONCERNE ESSENTIELLEMENT  
LES ENTREPRISES DU SECTEUR PUBLIC

§ 1. — L'ÉVOLUTION DES MODES DE FINANCEMENT EXTERNE  
CONCERNE ESSENTIELLEMENT LES ENTREPRISES DU SECTEUR PUBLIC.

A. — *La progression considérable des modes nouveaux  
de financement externe  
bénéficie surtout aux entreprises du secteur public.*

1° Les prêts directs et indirects du F.D.E.S.

Les prêts du Fonds de développement économique et social constituent, à nos yeux, la forme la plus caractéristique des interventions de l'Etat, après la deuxième guerre mondiale, dans le financement des entreprises. Ces concours incarnent, en effet, les diverses modalités de l'action des Pouvoirs publics sur le volume et la nature des dépenses d'équipement de l'économie dite productive.

En milliards de francs courants.

| Années                                                 | 1949 | 1954 | 1955 | 1956 | 1957 | 1958 |
|--------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Total du F.D.E.S. (1)                                  | 221  | 154  | 152  | 166  | 143  | 205  |
| Dont prêts aux entreprises<br>du secteur public (2) .. | 190  | 118  | 116  | 135  | 121  | 175  |

Comme le montre le tableau précédent, la majeure partie des prêts du F.D.E.S. revient aux entreprises et services publics à caractère économique. On doit même préciser que ce sont les entreprises nationalisées qui en reçoivent l'essentiel.

En moyenne, les agents du secteur privé n'ont guère bénéficié de plus de 20 % des prêts du F.D.E.S. (métallurgie, sidérurgie, etc.) alors qu'ils sont à l'origine de près des 3/4 des investissements bruts effectués par l'ensemble des entreprises.

(1) Cf. Tableau XVII, sauf pour 1958.

(2) 13<sup>e</sup> Rapport annuel du Conseil national de crédit, p. 135.

## 2° Les avances du Trésor.

Si c'est encore le secteur public économique qui se voit octroyer la plupart des fonds publics que constituent les avances du Trésor, leurs utilisateurs ne relèvent pas de l'objet de notre sujet. Il s'agit des sociétés immobilières (1). C'est avec raison qu'elles ne sont pas prises en considération dans le problème du financement des entreprises *stricto sensu*. Ces avances du Trésor relèvent davantage de la question du financement de la construction ou des ressources à long terme des ménages ; conception, du reste, partagée par le Conseil national du crédit.

En milliards de francs courants.

| Années                                       | 1949 | 1954 | 1955 | 1956 | 1957 | 1958 |
|----------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Avances nettes du Trésor (2) .....           | ?    | 120  | 82   | 119  | 114  | ?    |
| Dont avances aux sociétés d'H.L.M. (3) ..... | 10   | 68   | 70   | 96   | 138  | 167  |

Les avances du Trésor aux entreprises industrielles commerciales et agricoles s'avèrent d'une ampleur très limitée, et la question de savoir quel est le secteur qui en a principalement bénéficié est sans grand intérêt. Agents privés et agents publics se trouvent sur un pied de relative égalité, avec toutefois une légère prépondérance de ces derniers compte tenu de la proportion des investissements qu'ils réalisent.

(1) Dans les comptes de la Nation, année 1955, *Méthodes*, t. II, p. 25, les offices publics d'H.L.M. sont comptés au nombre des services publics industriels et commerciaux, et partant, au nombre des entreprises.

(2) Cf. Tableau XVII.

(3) Cf. 13° Rapport annuel du Conseil National du Crédit, p. 135.

|                                                            | 1949 | 1954 | 1955 | 1956 | 1957 | 1958 |
|------------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Avances du Trésor aux H.L.M. sur prêts de la C.D.C. ....   | 7    | 48   | 65   | 86   | 21   | 21   |
| Avances du Trésor aux H.L.M. sur ressources diverses ..... | 3    | 20   | 5    | 10   | 117  | 146  |
| Total .....                                                | 10   | 68   | 70   | 96   | 138  | 167  |

La contradiction apparente entre les statistiques de la comptabilité nationale et celles du C.N.C. provient de ce que les conceptions mises en œuvre ne sont pas les mêmes et de ce que certaines entreprises ont procédé à des amortissements supérieurs à leurs emprunts.

### 3° Les subventions d'équilibre.

Tenues pour inexistantes en 1938 (1), de nos jours les subventions d'équilibre grèvent lourdement les finances de l'Etat (2). Leur apparition, et qui plus est, leur importance constitue un des éléments très caractéristiques de l'évolution du financement des entreprises, et de façon plus précise, de celles qui appartiennent au secteur public, puisque, suivant les comptes de la Nation, elles en sont les seules destinataires (3), on peut ajouter, qu'elles reviennent surtout aux services publics industriels et commerciaux, à l'exception d'une société d'économie mixte, la S.N.C.F.

### 4° Les prêts des institutions financières sur ressources propres.

A la condition d'exclure, comme nous l'avons déjà fait, les opérations avec les sociétés publiques de construction, les entreprises privées se révèlent les principales bénéficiaires des prêts des institutions financières sur ressources propres. La part du secteur nationalisé n'est cependant pas négligeable. A titre d'exemple, elles ont reçu de la Caisse des Dépôts et Consignations, des compagnies d'assurances 30,7 et 8 milliards en 1957, 37, 1 et 7 milliards en 1958 (4).

En milliards de francs courants.

|                                                                     | 1951 | 1952 | 1953 | 1954 | 1955 | 1956 | 1957 | 1958 |
|---------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Prêts des institutions financières sur ressources propres (5) ..... | 14   | 36   | 39   | 43   | 60   | 166  | 239  | ?    |
| Dont (6) :                                                          |      |      |      |      |      |      |      |      |
| — Avances de la CDC. aux HLM.                                       | 3    | 10   | 11   | 16   | 20   | 44   | 36   | 39   |
| — Prêts de la CDC aux sociétés immobilières .....                   | —    | 1    | 1    | 4    | 6    | 17   | 24   | 25   |
| — Prêts du CFF aux sociétés immobilières .....                      | ?    |      |      |      |      |      | 6,6  | 7,3  |

(1) Rapport sur les comptes économiques de l'année 1938.

(2) Cf. Tableau XVIII.

(3) Le rapport sur les comptes de la Nation de l'année 1958 donne une ventilation sommaire des diverses subventions versées par les administrations aux entreprises, en particulier des subventions d'équilibre. *Statistiques et Etudes financières*, octobre 1959, n° 130, p. 1187.

(4) 4<sup>e</sup> Rapport du Conseil de direction du F.D.E.S., Imprimerie nationale, 1959, pp. 11 et 12.

(5) Cf. Tableau XVII.

(6) Rapport annuel du Conseil National du Crédit, année 1958, p. 135.

Dans la mesure où l'on se borne à la conception étroite, éliminant les sociétés immobilières, les prêts des institutions financières ont contribué, en majeure partie, à la croissance des entreprises privées. Cette situation n'est cependant pas en contradiction avec notre thèse, suivant laquelle la progression des nouveaux moyens de financement externe concerne essentiellement les entreprises du secteur public. En effet, ces prêts ne sont pas tout à fait nouveaux. De plus, ils n'ont atteint une assez grande ampleur que ces dernières années. Enfin, et surtout, il est indispensable de noter que ces opérations sont réalisées avec le produit des émissions de valeurs mobilières des intermédiaires, c'est-à-dire, grâce à un mécanisme classique. Ces prêts du Crédit national des caisses de crédit agricole, ne compensent pas les défaillances des techniques anciennes. Leur croissance, est au contraire fonction du dynamisme du marché financier, et c'est la renaissance de ce dernier qui a permis leur développement récent.

#### 5° Les crédits à moyen terme des banques et des institutions financières.

La ventilation des statistiques présentées par le tableau des Relations financières s'avère délicate. Elles sont élaborées à partir de principes différents de ceux appliqués par les documents qui donnent de plus larges détails. En outre, la comptabilité nationale se base sur les organismes qui ont *distribué* les crédits et non sur ceux qui en assurent le *financement*. C'est pourquoi nous sommes tenu de regrouper les opérations des banques et des institutions financières, et les éléments constitutifs des deux totaux ci-après n'ont aucunement la même signification.

Les chiffres extraits de la comptabilité nationale sont plus élevés parce qu'ils tiennent compte des crédits à la construction consentis aux sociétés immobilières et des crédits à l'exportation. Si on veut se borner au financement des entreprises industrielles, commerciales et agricoles, il est préférable de s'en tenir à la statistique du Conseil national du crédit qui se limite aux crédits à moyen terme finançant les investissements du secteur dit productif.

Le crédit à moyen terme est le moyen *nouveau* de financement externe dont les entreprises privées ont assez largement bénéficié. Mais ceci n'implique pas qu'il leur ait fourni des ressources très importantes : moyenne annuelle de 40 M. Il joue un rôle plus important pour les entreprises du secteur public qui tendent de plus en plus à recourir à ce procédé pour régler leurs dépenses d'équipement : moyenne annuelle de 34 M. ; et ce mouvement est encore plus sen-

sible lorsqu'on se rappelle qu'elles ne sont à l'origine que du quart des investissements bruts du secteur productif.

En milliards de francs courants.

| Sources<br>—<br>Années             |                                                       | 1954 | 1955 | 1956 | 1957 | 1958 |
|------------------------------------|-------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|
| Compta-<br>bilité<br>nationale (1) | Banques .....                                         | + 38 | + 7  | + 71 | +144 |      |
|                                    | Institutions financières ...                          | + 22 | + 39 | + 38 | + 41 |      |
|                                    | Total .....                                           | + 61 | + 46 | +109 | +185 |      |
| Conseil national<br>du crédit (2)  | Banques .....                                         | + 24 | + 22 | + 65 | +138 | +120 |
|                                    | Institutions financières ...                          | — 3  | — 28 | — 7  | + 6  | + 26 |
|                                    | Total (3) .....                                       | + 21 | — 6  | + 58 | +144 | +146 |
|                                    | Dont (4) :                                            |      |      |      |      |      |
|                                    | — Entreprises nationalisées                           | + 28 | + 9  | + 30 | + 62 | + 42 |
|                                    | — Sociétés privées et qq.<br>sociétés publiques ..... | — 7  | — 15 | + 26 | + 88 | + 93 |

B. — *La régression du mode ancien de financement externe affecte surtout les entreprises du secteur public.*

La régression du marché financier, puis sa progression insuffisante jusqu'à ces dernières années affecte surtout les entreprises qui constituent aujourd'hui le secteur public économique.

1° La situation passée.

Avant guerre, ces entreprises utilisaient de façon courante et dans une large mesure ce procédé de financement. Elles drainaient, sauf peut-être aux périodes de pointe, près des 2/3 des épargnes nettes placées en valeurs mobilières. Les grandes compagnies de chemin de fer monopolisaient le marché des obligations, nettement plus impor-

(1) Cf. Tableau XVII.

(2) Rapport annuel du C.N.C., année 1958, annexes n°s 33 et 34 ou notre thèse : Tableaux XVIII et X.

(3) Ce total est inférieur à la somme des crédits aux entreprises nationalisées et aux entreprises privées parce que la ventilation est faite après déduction de certains crédits à l'exportation et à la construction consentis à des sociétés privées.

(4) 13° Rapport annuel du Conseil national du crédit, pp. 127 et 123.

tant que celui des actions, lançant près de la moitié des titres industriels à revenu fixe.

## 2° La situation présente.

Aujourd'hui, elles n'émettent que le quart des titres proposés, tant par les intermédiaires que par les entreprises industrielles et commerciales. En conséquence, les firmes du secteur privé ont beaucoup moins ressenti les effets du déclin du marché financier. En effet, contrairement à certaines affirmations, parfois tendancieuses, l'autofinancement a toujours tenu, chez elles, le premier rôle.

## § 2. — L'ÉVOLUTION DU FINANCEMENT INTERNE CONCERNE ESSENTIELLEMENT LES ENTREPRISES DU SECTEUR PUBLIC.

### A. — Les entreprises du secteur public.

#### 1° La situation présente.

Les entreprises du secteur public ne disposent pas, globalement, de ressources propres pour financer leurs *investissements nets*. Elles ne connaissent pas toutes, cependant, les mêmes difficultés financières.

##### a) Les services publics industriels et commerciaux.

Les recettes courantes des services publics industriels et commerciaux ne couvrent pas leurs dépenses d'exploitation, et le solde est comblé par des subventions d'équilibre. Celles-ci, à l'exception d'une part assez importante allouée à une société d'économie mixte la S.N.C.F., reviennent essentiellement à ces services publics. Si on se reporte au tableau XVII, en déduisant les fonds accordés à la S.N.C.F., mentionnés ci-dessous, on aperçoit le volume considérable de la désépargne des services publics industriels et commerciaux.

En milliards de francs courants.

|                             | 1954 | 1955 | 1956 | 1957 | 1958 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|
| Subvention d'équilibre (1)  | 117  | 136  | 151  | 108  | 143  |
| Dont à la S.N.C.F. (2) .... | 68   | 65   | 87   | 30   | 59   |

(1) Cf. Tableau XVIII.

(2) Cf. Rapport sur les comptes de la Nation de l'année 1956, *Statistiques et Etudes financières*, octobre 1959, n° 130, p. 1187.

La réduction des subventions d'équilibre à la S.N.C.F. en 1957 et 1958 est assez artificielle puisqu'elle résulte d'une remise de versements à l'Etat en contrepartie de services rendus par ce dernier.

## b) Les entreprises publiques.

Elles ne bénéficient guère de subventions d'équilibre. Leur déficit se traduit par une diminution de leur actif net. La question ne se pose cependant pas pour les banques et les compagnies d'assurances nationalisées. Elles font des profits assez substantiels, qu'elles gardent, en majeure partie, par devers elles. Il en est de même, à un moindre titre toutefois, des sociétés d'économie mixte (exclusion faite de la S.N.C.F.) ; cependant, les excédents non répartis restent faibles. Enfin, les résultats deviennent assez décevants avec les entreprises nationalisées, qui exercent une activité industrielle soumise aux principes de gestion commerciale.

*Déficit d'exploitation des principales entreprises nationalisées (1).*

En milliards de francs courants.

|                              | 1955   | 1956   | 1957                 |
|------------------------------|--------|--------|----------------------|
| Charbonnages de France .     | — 14,6 | — 14,6 | — 21,6               |
| G.D.F. ....                  | — 3,4  | — 2,8  | — 3,3                |
| E.D.F. ....                  | — 0,6  | — 0,4  | — 0,2                |
| S.N.C.F. (subv. d'équil.) .. | — 65   | — 87   | — 30<br>et<br>— 52,5 |
| Renault .....                | + 2,7  | + 3,8  |                      |

Le rapport du conseil d'administration des Houillères du Nord et du Pas-de-Calais, pour l'exercice 1957, résume, avec une objectivité parfaite, les problèmes financiers des entreprises nationalisées, et, en l'occurrence, ceux des Charbonnages du Nord et du Pas-de-Calais.

« ... Il reste que le fait de ne pouvoir couvrir des amortissements normaux est le signe indiscutable d'un appauvrissement de l'entreprise, plus spécifiquement même d'une brèche dans son capital, laquelle n'est tolérable que si elle est comblée dans un court délai. La nature même du déficit fait également, très fréquemment, l'objet de commentaires erronés ; par assimilation avec telle autre grande entreprise nationale, on a tendance à supposer que ce déficit fait l'objet d'une subvention budgétaire destinée à assurer l'équilibre des comptes. Or, il n'en est rien le déficit reste entièrement à la charge de l'établissement ; alors que des comptes équilibrés permettraient de couvrir par les ressources propres de l'entreprise des travaux neufs pour un montant égal aux amortissements (reconstituant ainsi à l'équivalent ses outils de pro-

(1) Rapport de la Direction de la coordination économique des entreprises nationales. La S.N.C.F. reçoit d'autre part des subventions d'exploitation pour compenser les obligations imposées par l'État ou payer les services à lui rendus.

duction), les Houillères doivent, pour ce faire, *avoir recours à des emprunts extérieurs*, à concurrence du montant du déficit. L'inquiétante augmentation de celui-ci depuis quelques années — depuis que le charbon est *censé* servir de frein à la hausse du coût de la vie — a fait croître très rapidement le montant cumulé de ces emprunts ; les intérêts correspondants s'ajoutent au déficit annuel et augmentent de nouveau la masse des emprunts à contracter, génératrice de charges supplémentaires pour l'avenir. Ce processus en boule de neige aurait tôt fait, s'il se poursuivait d'annuler pour les Houillères de Bassin les effets d'une dotation en capital qui était cependant destinée à leur apporter un allègement permanent... »

## 2° La situation passée.

Les services publics industriels et commerciaux sont assez anciens ; leurs déficits aussi, et leur situation ne semble pas s'être améliorée..., les subventions d'équilibre étant tenues pour inexistantes en 1938 dans les comptes économiques de cette année. D'aucuns ne manquent pas d'arguments pour justifier cette évolution. Sans doute ont-ils souvent raison, mais cette compréhension n'est pas pour encourager une gestion plus sévère des deniers publics.

Les sociétés, devenues les entreprises nationalisées, couvraient largement leurs charges d'exploitation à la veille de la seconde guerre mondiale. Alors que la crise économique avait encore de profondes répercussions sur le niveau de leur production et de leurs bénéfices, elles parvenaient à conserver certains profits (1). Il est très vraisemblable que ceux-ci devaient être d'une toute autre ampleur en 1929 ou au cours des années d'expansion.

## B. — Les entreprises du secteur privé.

### 1° La situation présente.

Dans la mesure où le compte d'exploitation consolidé des entreprises du secteur public — à l'exclusion des intermédiaires financiers — enregistre de lourdes pertes, *la rubrique « profits non distribués des entreprises »* du tableau XVII, *indique une somme très inférieure au volume des bénéfices non répartis des sociétés privées*. En vertu des principes d'une comptabilité globale, les déficits des sociétés, privées

(1) M. P. MARQUIS : « Des excédents comptables des sociétés à l'autofinancement », *Etudes et Conjoncture*, U.F. 1948, n<sup>os</sup> 6, 7, 8. L'annexe VII (p. 44) donne un aperçu de la progression des réserves et des provisions de quelques-unes de ces anciennes sociétés.

*ou publiques*, sont déduits des gains effectués par les autres, au plus exactement de la partie non distribuée. Pour obtenir les profits non distribués des sociétés privées, il y a lieu d'*ajouter* aux « profits non distribués des entreprises industrielles ou commerciales le *montant des subventions d'équilibre* et celui des déficits des entreprises du secteur public, non couverts par l'Etat, c'est-à-dire celui des entreprises nationalisées. Les profits non distribués des sociétés privées sont donc importants. Autant que nous puissions avancer une évaluation, ils seraient de l'ordre de 180 M. en 1951 ; 330 M. en 1954 ; 490 M. en 1955, de 380 M. en 1956 et 375 M. en 1958.

## 2° La situation passée.

On se souvient qu'au chapitre III de la deuxième partie, nous avons soutenu que les profits non distribués de *l'ensemble* des sociétés, quelle que soit leur activité ou leur statut, n'avaient pas progressé, suivant nous, de façon satisfaisante. Longtemps inférieurs à ceux de 1938, ils sont encore loin d'avoir comblé leur retard, si on tient compte de l'augmentation du revenu national, de la production industrielle, du nombre des sociétés, etc. Or, nous venons de voir que les entreprises du secteur public ont profondément modifié leur comportement depuis l'avant-guerre et connaissent, globalement, presque un déficit chronique. Faut-il en déduire que la progression des ressources internes des sociétés privées a été satisfaisante et qu'en conséquence, l'évolution du financement sur fonds propres affecte uniquement le secteur public ? Nous ne le pensons pas. Une réponse précise, chiffres en mains, s'avère impossible. Les comptes économiques de l'année 1938 sont encore plus concis que les documents actuels et, même publiés, les évaluations ne seraient pas de nature à éclairer définitivement ce problème, surtout si la référence 1929 est prise en considération. Toujours est-il, qu'en 1938, les profits non distribués des entreprises, appelées à être nationalisées, étaient assez faibles. En conséquence, l'estimation de 14 M. représentant les excédents conservés par l'ensemble des sociétés en 1938, s'applique pratiquement à celles restées dans le secteur privé. Or, les entreprises financières jouaient alors un rôle beaucoup plus effacé. On peut donc considérer que la majeure partie de ces 14 M. constitue les réserves des sociétés industrielles et commerciales qui ne sont point sorties du secteur privé. Si on se reporte aux évaluations avancées quelques lignes plus haut, pour la période contemporaine, la progression des ressources propres des sociétés privées, longtemps insuffisante, apparaît, aujourd'hui, encore assez limitée. Et l'évolution du financement interne concerne essentiellement les entreprises du secteur public, et, peut-être, de nos jours, elles seules.

### CHAPITRE III

---

#### L'ÉVOLUTION DES MODES DE FINANCEMENT EXERCE UNE INFLUENCE DÉFAVORABLE SUR LE VOLUME DES INVESTISSEMENTS PRODUCTIFS

---

Les interventions des Pouvoirs publics, depuis la fin de la deuxième guerre mondiale, ont profondément infléchi le sens de l'évolution du financement des entreprises. Il est d'usage d'évoquer, à ce sujet, les techniques nouvelles mises au point pour compenser les défaillances des mécanismes classiques.

On reprend alors le thème, trop connu, du déclin du marché financier, dit spontané, et de ses répercussions sur le volume des investissements productifs. Certes, son influence défavorable ne doit pas être niée. Toutefois, elle n'est souvent que l'une des conséquences de notre politique inflationniste. De toute façon, le marché financier a été l'objet de critiques systématiques, et s'attacher à quelques autres facteurs n'est pas faire preuve d'un obscurantisme irrémédiable.

Au titre des techniques nouvelles, on aime également à rappeler l'importance du crédit à moyen terme, sans chercher à découvrir s'il n'a pas, en contrepartie, freiné la création monétaire destinée au financement des stocks, et s'il n'a pas, de ce fait, détourné les liquidités propres des entreprises de l'achat de biens d'équipement, celles-ci devant compenser leur manque de ressources d'emprunt à court terme.

Le dirigisme a certainement eu des effets positifs ; ses champions ne se font pas faute d'en parler en termes plus éloquents que nous.

Mais la politique économique apparaît largement responsable des difficultés financières des entreprises. En compromettant, avec une continuité, que nous aimerions retrouver ailleurs, les possibilités d'auto-financement des entreprises du secteur public, elle oblige le Trésor à organiser une redistribution des capitaux défavorable aux sociétés privées. En méconnaissant les exigences de la logique capitaliste, elle freine la volonté éventuelle d'expansion de ces dernières.

### *Section première*

#### SON INCIDENCE

#### SUR LA SITUATION DES ENTREPRISES PUBLIQUES : LA MECONNAISSANCE DU PRINCIPE DE LA RARETE DES CAPITAUX.

##### § 1. — LE COUT EN CAPITAL DE LA GESTION FINANCIÈRE DES ENTREPRISES PUBLIQUES.

##### A. — *Le coût en capital est élevé.*

Ce titre est inspiré du cinquième rapport de la commission de vérification des comptes des entreprises publiques qui s'exprime, comme il se doit, en périphrases subtiles : « Si le crédit des grandes entreprises publiques s'est utilement affirmé, *leur endettement*, qu'il résulte de leur développement ou qu'il soit la conséquence de déficits accumulés n'en soulève pas moins des inquiétudes. Pour remédier à cet accroissement de charges, l'Etat a accordé son concours sous diverses formes, notamment par l'octroi de dotations en capital, justifiées quand elles permettent d'assainir une situation accidentellement compromise ou qu'elles correspondent à des nécessités d'expansion exigeant soit un effort d'investissement, soit une élévation du fonds de roulement. Ces interventions ne sauraient cependant être étendues à l'excès. Non seulement elles sont lourdes pour le Trésor, mais par leur variété, et leur complexité, elles ont échappé jusqu'à ce jour à l'examen récapitulatif de ce qu'au total les entreprises publiques ont coûté à l'Etat. Il serait cependant nécessaire que ce bilan fut établi, en vue de comparer les services rendus à la collectivité nationale avec le *prix dont elle les a payés...* »

Certains coûts sont incontestablement élevés. Les déficits, couverts

par les subventions d'équilibre, ont dépassé la moyenne annuelle 130 M. de 1954 à 1958. Leur réduction en 1957 et 1958 est surtout le fait d'un artifice comptable. A ces déficits supportés directement par les Finances publiques il y a lieu d'ajouter, entre autres, les pertes des trois grandes entreprises nationalisées (E.D.F. ; G.D.F. et C.D.F.) qui oscillent autour de 20 M., abstraction faite des amortissements complémentaires retenus par les comptes de la Nation (1), qui augmentent d'autant le déficit comptable.

De plus, en période de pénurie des capitaux, il semble que l'on n'aurait pu reprocher aux entreprises nationalisées de pratiquer un certain autofinancement ; *son volume ne représenterait-il qu'une faible rémunération du capital investi*. Si l'on partage notre point de vue, l'épargne nationale aurait pu être supérieure de plus de 200 M. par an ; or, il n'en est rien, pour des motifs pas toujours justifiées.

### B. — Les avantages sont faibles.

Le déficit des services publics industriels et commerciaux ne provient pas, théoriquement, des charges particulières que l'Etat leur impose pour des *raisons de service public*. Celles-ci sont compensées, le cas échéant, par des subventions d'exploitation, qui figurent à une rubrique propre. Cette question des obligations exorbitantes ne se pose guère pour les entreprises publiques.

D'un autre côté, *la gestion des administrateurs* n'est sans doute pas à l'abri de toute critique. Toutefois, les décisions malheureuses n'épargnent pas davantage les sociétés privées. En revanche, leur compréhension à l'égard de revendications du personnel n'est pas sans avoir une influence sensible (2). Mais cette attitude est dans la logique même des nationalisations. Leur principe admis, par la majorité, il n'appartient pas aux dirigeants de s'opposer avec une fermeté exceptionnelle au mouvement ouvrier ni de susciter des conflits sociaux

(1) « Les amortissements appliqués par la C.N. aux entreprises publiques sont plus élevés que ceux résultant du calcul des entreprises. » *Méthodes*, 1955, p. 230.

(2) Le rapport sur les comptes de la Nation (*Méthodes*, 1955, p. 231, permet une comparaison, qui ne semble pas dépourvue de toute signification...

| Année 1952                            |                           |          |                  |
|---------------------------------------|---------------------------|----------|------------------|
|                                       | Produit<br>intérieur brut | Salaires | Charges sociales |
| Entreprises et services publics ..... | 1.518 M.                  | 756 M.   | 290 M.           |
| Entreprises privées .....             | 8.577 M.                  | 2.725 M. | 594 M.           |

que l'opinion publique réprouverait ou qui seraient dénoncés avec partialité.

Les déficits d'exploitation résultent trop souvent de la politique du blocage des prix, appliquée dans des conditions telles, qu'on en recherche en vain les résultats favorables. Peu de pays dont le développement économique se compare au nôtre, ont eu le triste privilège de connaître un taux de dépréciation monétaire aussi élevé. Cet échec de la politique du blocage des prix, en France suffit à la condamner. Supposé qu'elle soit parfois parvenue à maintenir un équilibre, artificiel et passager, celui-ci a été d'autant plus néfaste qu'il y aurait eu lieu, au contraire, de restreindre la consommation.

## § 2. — CONSÉQUENCES.

Les conséquences, les plus directes, peuvent être regroupées sous les deux rubriques suivantes :

### A. — *Sur les investissements productifs.*

Dans la mesure où les entreprises du secteur public n'ont pas disposé de revenus suffisants pour couvrir la totalité de leurs amortissements ou pour se constituer des ressources propres, elles ont nécessairement été amenées à réduire le volume de leurs investissements, puisqu'il est de principe que ceux-ci ne dépendent pas des perspectives économiques à court terme, mais du montant de leurs moyens de financement.

### B. — *Sur le marché des capitaux.*

Dans la mesure où nos gouvernants entendent que les investissements des entreprises du secteur public ne soient pas trop amputés du fait de leur situation financière, le Trésor est amené à exercer, lui-même ou de concours avec les sociétés publiques, une pression excessive et anormale sur le marché des capitaux.

Cette pression est excessive parce qu'elle a pour but de collecter les ressources nécessaires non seulement pour assurer la majeure partie de leurs investissements nets, mais encore celles indispensables à la couverture de leurs déficits d'exploitation.

Cette pression est anormale d'abord, parce qu'en acceptant le principe d'une inflation chronique, le secteur public peut assortir ses émissions d'obligations et ses emprunts de garanties qu'il sait

devoir éliminer la concurrence des firmes privées. Elle est anormale ensuite, parce qu'en contrôlant les circuits monétaires et en rémunérant exagérément les emplois de capitaux à court terme, le secteur public peut accaparer l'épargne en voie de formation, sans lui laisser le temps, ni la volonté de s'orienter vers des placements à long terme.

La demande excessive et anormale de capitaux, formulée par les agents publics, a des répercussions directes sur les possibilités de financement des entreprises privées. Elle réduit fortement la part des capitaux susceptibles de leur être offerts et en élève abusivement le coût.

## *Section II*

### SON INCIDENCE

#### SUR LA SITUATION DES ENTREPRISES PRIVEES :

#### LA MECONNAISSANCE

#### DES EXIGENCES DE LEUR GESTION FINANCIERE

Chaque système économique a sa logique. Le régime des nationalisations à la sienne ; on peut en admettre les implications, sur le plan social, sans adhérer pour cela à leur principe. Le système capitaliste a aussi sa logique : elle n'est pas sans avantages, ni sans contreparties. Dans la mesure où les pouvoirs publics prêtaient vie à de nombreuses entreprises privées, on pouvait supposer qu'ils accepteraient qu'elles se développent, en dépit des exigences de leur gestion financière et de ce qu'elles peut avoir d'impopulaire. Or, ces exigences son méconnues, dans des conditions telles, qu'il est peu probable que les entreprises privées soient en mesure de fonctionner avec toute l'efficacité désirable.

#### § 1. — LA MÉCONNAISSANCE DES EXIGENCES DE LA GESTION FINANCIÈRE DES ENTREPRISES PRIVÉES.

##### *A. — Leur gestion financière doit être équilibrée.*

Les entrepreneurs disposent d'une marge de liberté restreinte pour choisir le ou les modes de financement de leurs projets d'investissements. Toute décision, qui ne tient pas compte de la situation financière de leur affaire risque d'entraîner un grave déséquilibre dont les conséquences ne tardent guère à se manifester.

1° Le volume des fonds propres  
détermine celui des capitaux d'emprunt.

Lorsqu'une entreprise entend mettre en œuvre un plan de développement, elle ne peut utiliser des capitaux d'emprunt que si ses ressources propres (capital + réserves) atteignent un volume suffisant, pour ne pas éveiller *la méfiance des bailleurs de fonds*, qu'ils soient banquiers ou épargnants, ou pour ne pas aboutir à un *endettement excessif*. Celui-ci compromettrait inévitablement sa rentabilité, sa solvabilité et sa faculté de résistance aux crises ou aux fluctuations économiques.

2° La rentabilité ultime de l'entreprise  
détermine le volume de ses fonds propres.

Que les fonds propres résultent de l'incorporation de réserves ou de l'émission d'actions, leur accroissement est fonction de la rentabilité ultime de l'entreprise, c'est-à-dire *de sa rentabilité après paiement des impôts directs*, à charge de l'entreprise ou de ses propriétaires. *Les actionnaires* n'acceptent de souscrire aux émissions nouvelles que si les perspectives de profits ne sont pas négligeables, ne serait-ce que parce qu'elles conditionnent les plus-values boursières. Les dirigeants ont des prétentions moins limitées. Ils n'envisagent de gaieté de cœur... une augmentation de capital, que si les distributions de bénéfices leur ont fourni les ressources utiles à l'acquisition d'un nombre suffisant de titres nouveaux *pour conserver le contrôle de leur société*.

Des considérations impérieuses limitent donc la marge de liberté des entreprises pour financer leurs projets d'expansion. Celle-ci se réduit pratiquement à l'emploi alternatif de crédits à moyen terme ou de capitaux collectés par l'émission d'obligations. Les profits réalisés, nets d'impôts, jouent le rôle essentiel. Qu'ils transitent ou non par le marché financier, ils conditionnent la demande de ressources externes.

B. — *La méconnaissance des exigences  
de la gestion financière des entreprises privées.*

Les modalités du financement de leurs projets d'expansion sont subordonnées à l'état de leur situation financière. Certaines doivent augmenter leur capital, par une émission d'actions contre espèces, en vue de fournir des garanties nouvelles, et pour obtenir ensuite des capitaux d'emprunt. D'autres disposent d'un volume de fonds propres qui leur permet de ne pas faire appel à leurs actionnaires, avant de recourir à ces mêmes ressources d'emprunt. Il en est, enfin, qui peuvent

se passer de toute opération financière préalable à la mise en œuvre de leur plan de développement. Mais quelle que soit la situation de leur bilan, elles se heurtent ou finissent par se heurter aux interventions des Pouvoirs publics.

La fiscalité paraît être l'obstacle majeur, lorsque le blocage des prix n'a pas limité à l'excès le volume de la matière imposable. Elle atteint profondément les possibilités de financement sur ressources propres, par rétention des profits ou par émission d'actions. Et supposé comme le soutient une partie de l'opinion, que la fiscalité ne réduise pas exagérément le pourcentage du chiffre d'affaires, après impôts, conservé par les entreprises pour autofinancer leurs investissements, elle a au moins des résultats fâcheux dans d'autres domaines. Elle amenuise les revenus des dirigeants, qu'ils proviennent de l'entreprise ou de leurs autres biens, et les oblige à différer les augmentations de capital jusqu'au moment où ils ont pu réunir les sommes nécessaires à la souscription des titres utiles au maintien de leur contrôle sur l'affaire. Elle rend très onéreuse la rémunération du capital actions et décourage ceux qui ne verraient aucun inconvénient personnel à relever le fonds social de leur société, par apport d'espèces. Encore faut-il qu'ils aient obtenu du ministère des Finances l'autorisation de procéder à cette opération.

La fiscalité tient les entrepreneurs pour quittes lorsqu'ils ont triomphé de cette dernière difficulté, et qu'ils sont parvenus à porter le montant des fonds propres à un niveau suffisant pour ne point redouter les conséquences d'un nouvel endettement. Mais sont-ils libres, à partir de ce moment, de toute entrave ? Non ; l'émission d'obligations suppose une autre autorisation, qui nous semble, du reste, n'avoir le plus souvent qu'une portée théorique. En effet, le système de l'indexation réserve bien souvent le marché des obligations au secteur public ou parapublic. Et la formule des obligations convertibles en actions n'est pas de nature à compenser cette infériorité des entreprises privées ; elles posent les mêmes problèmes que les émissions d'actions, tout en laissant cependant quelque délai supplémentaire aux dirigeants, pour y souscrire.

Il est bien évident que l'ensemble de ces interventions des Pouvoirs publics n'est pas sans avoir une influence défavorable sur le volume des investissements productifs.

## § 2. — LES CONSÉQUENCES.

Les mesures prises en application de notre politique économique nous semblent d'autant plus néfastes qu'elles tendent à prolonger les défaillances des mécanismes classiques.

### A. — *Sur les investissements productifs.*

Dans la mesure où les profits non distribués et les émissions d'actions n'atteignent pas un niveau satisfaisant, par rapport aux projets raisonnables d'équipement des entreprises privées, celles-ci sont dans l'obligation de réduire le montant des investissements prévus sur ressources propres, sans pouvoir recourir aux techniques nouvelles de financement.

Les entreprises privées ne peuvent se départir d'une gestion équilibrée, c'est-à-dire d'une croissance harmonieuse de leurs divers moyens de financement. En conséquence, l'élément qui progresse le moins détermine le volume maximum de leurs dépenses d'équipement. Or, il est très vraisemblable que leurs bénéfices non répartis, longtemps inférieurs à ceux de 1938, sont encore aujourd'hui en-deça de ce qu'ils devraient être, compte tenu du développement de la production industrielle, du revenu national, alors qu'ils auraient dû jouer un rôle plus important qu'avant-guerre, par suite d'une certaine tendance au déclin, en valeur relative, de l'épargne privée volontaire. Telle était, théoriquement du moins, l'intention des Pouvoirs publics. Mais il n'en a pas été ainsi, en raison des pertes de capitaux consécutives à l'inflation, au blocage des prix, au régime fiscal des bénéfices, des amortissements, etc. De son côté, la chute des émissions d'actions a une incidence regrettable, surtout sur la constitution des sociétés dans les secteurs nouveaux de l'industrie.

Chaque fois que les entreprises privées ne parviennent pas à réunir le montant des fonds propres nécessaires à la mise en œuvre de leurs projets d'agrandissement, elles ne cherchent point à utiliser, sur une grande échelle, les techniques nouvelles de financement. Leur statut s'oppose à ce qu'elle s'accommodent d'une gestion financière qui deviendrait aussi déséquilibrée que celle des sociétés publiques. Un financement exclusif ou dominant, sur ressources externes, s'avère incompatible avec les préoccupations de leurs dirigeants. De plus, elles ne peuvent compter sur un appui aussi large, aussi systématique que celui que reçoivent les sociétés publiques, de la part de l'Etat. Nous avons vu ce qu'il en était pour la contribution du F.D.E.S., du Trésor... Les moyens de substitution qui leur sont offerts se réduisent aux crédits à moyen terme, lorsque les entreprises peuvent accepter cet endettement, et surtout lorsque leur utilisation présente un intérêt national suffisant pour qu'ils leur soient accordés.

### B. — *Sur les mécanismes classiques de financement.*

L'efficacité des entreprises privées est subordonnée au bon fonctionnement des mécanismes classiques. Qui s'en étonnerait ? Ce n'est

qu'une suite logique du principe dont elles relèvent. Il semble, qu'en conséquence, l'action de l'Etat se doive de contribuer à leur restauration. Or il paraît mal aisé d'apercevoir, dans l'ensemble des mesures prises par les Pouvoirs publics, le plus souvent de caractère négatif, celles qui ont réellement pour but de faciliter la renaissance des procédés anciens de financement, dans des conditions qui ne privent pas les entreprises privées des résultats heureux qui seraient éventuellement atteints. Il est d'usage de considérer que l'objectif de nos gouvernants est de remédier aux défaillances des mécanismes classiques. Ce jugement n'est pas inexact, encore faut-il s'entendre sur la définition, la portée, les causes de ces défaillances, etc. Nous ne pouvons passer en revue les problèmes que pose cette question. Ils sont sans doute nombreux, et surtout leur interprétation prête à des discussions sans fin. Il n'est de meilleur exemple que celui de l'incidence de la fiscalité ou de l'inflation sur l'évolution de l'autofinancement.

La situation financière des sociétés publiques n'est pas, suivant nous, sans avoir des conséquences néfastes sur les entreprises privées. Or, elle trouve moins son origine dans le déclin du marché financier que dans les conséquences des décisions, assez irrationnelles, des Pouvoirs publics en ce qui concerne leur gestion. Leur manque de ressources propres, leur déficit d'exploitation exigent une redistribution des capitaux, en leur faveur, qui s'effectue suivant des modalités telles, qu'il est difficile de ne point estimer qu'elle sacrifie délibérément les intérêts des firmes du secteur privé. En rendant très onéreuse la rémunération du capital actions, sans pour cela que les actionnaires aient lieu de se trouver satisfaits, et en posant le principe de l'indexation des obligations, le secteur public s'est largement réservé le marché financier, sans recueillir toute l'épargne qui aurait été disposée à s'investir en valeurs mobilières. Et lorsque ces mesures fiscales s'avèrent inefficaces, il en est d'autres pour prendre le relais. La décision prise en janvier 1958 nous paraît très caractéristique à cet égard. Les émissions des sociétés privées ayant sensiblement augmenté en 1957 — les émissions d'actions ont doublé —, alors que celles de l'Etat diminuaient dans de fortes proportions, il a été jugé nécessaire de rétablir le système de l'autorisation préalable, qui ne semble pas jouer de la même manière pour tous. Il aurait été aussi logique... de voir si, éventuellement, il n'était pas préférable de procéder à une révision du comportement du secteur public, au sens large, boudé par les épargnants au profit des entreprises privées.

Dans la mesure où les sociétés publiques seraient en état de pratiquer un certain autofinancement, le Trésor ne serait point tenu d'exercer, directement ou non, une pression aussi lourde sur le marché des capitaux. Et les ressources supplémentaires que les sociétés privées

recueilleraient alors auraient un effet multiplicateur. Celui-ci serait d'autant plus marqué que l'adoucissement du régime fiscal des actions se poursuivrait ; il leur permettrait de recourir davantage aux modes de financement externes, nouveaux ou anciens, supposé, pour ces derniers, que les tendances inflationnistes s'estompent sans l'appui d'une récession d'origine internationale. Il est même vraisemblable que la constitution d'une épargne forcée, par les sociétés publiques fasse perdre beaucoup de son intérêt aux procédés nouveaux de financement. Et dans la mesure où il n'est point question qu'elles satisfassent elles-mêmes une partie de leurs besoins de capitaux, peut-être ne serait-il pas sans intérêt de « réserver » le marché financier aux sociétés privées et de laisser aux autres l'emploi des techniques nouvelles, puisqu'elles s'accommodent d'un déséquilibre durable dans leur gestion financière.

Une telle politique entraînerait sans doute des critiques acerbes, et souvent injustes, sur la situation financières des entreprises du secteur public, et sur la nature des investissements réalisés par celles du secteur privé. Mais on doit alors se demander, dans quelle mesure, l'intervention de l'Etat ne répond pas davantage au désir de faciliter le financement du secteur public économique et de contrôler les dépenses d'équipement du secteur libre qu'à celui de remédier aux défaillances des mécanismes classiques.



## CONCLUSIONS

---

Au terme de notre ouvrage, le lecteur sera sans doute tenté de considérer que nous avons accordé une place excessive à l'exposé des méthodes de recherche, du contenu des statistiques, au détriment du commentaire des résultats proposés. L'imprécision des statistiques justifierait à elle seule cette solution qui trouve surtout son fondement dans le désir de ne pas orienter, dans la mesure du possible, nos conclusions et celles du lecteur. En effet, lors d'une étude des structures économiques, la délimitation du sujet, le choix des termes de comparaison, qu'il s'agisse des années de base ou des flux à confronter, exigent beaucoup d'attention, appellent de nombreuses réserves car ils exercent une influence, souvent déterminante, sur la portée des conclusions qu'il convient de tirer.

C'est ainsi que, suivant que l'on envisage uniquement les entreprises industrielles, commerciales et agricoles ou selon que l'on retient aussi les sociétés financières, l'évolution du financement interne apparaît sous un éclairage différent. Dans l'hypothèse où l'on néglige ces dernières, qui sont à l'origine d'une fraction de plus en plus forte des profits non distribués, les ressources internes des autres agents du secteur productif semblent avoir été, jusqu'à ces dernières années, sensiblement inférieures, en valeur absolue, à ce qu'elles étaient avant guerre. Et il n'est point certain qu'elles jouent, de nos jours, un rôle aussi important qu'autrefois, compte tenu de l'évolution des principales manifestations de l'activité économique : de la progression du nombre des sociétés, de la production industrielle et, probablement, du taux des investissements productifs. Ce déclin devient incontestable si l'on se borne à l'examen de la situation du secteur public économique. Les services publics industriels et commerciaux, en déficit, reçoivent des subventions d'équilibre pour des sommes très élevées. Les entreprises publiques, *stricto sensu*, supportent elles-mêmes ces pertes de capitaux, et ne peuvent, en conséquence, financer leurs investissements nets que dans la mesure où l'Etat vient à leur aide.

La pression que le Trésor doit alors exercer, de concours, avec les maîtres d'œuvre, sur le marché des capitaux, n'est pas sans avoir des répercussions fâcheuses sur la gestion financière des entreprises privées, la redistribution des fonds publics, depuis cinq ou six ans, jouant rarement en leur faveur.

De même que les conclusions varient suivant que l'on entend les entreprises dans un sens plus ou moins large, de même elles diffèrent selon l'année prise pour base de référence. Le choix de l'année 1938 n'est guère heureux pour apprécier l'évolution de la contribution du marché financier. La progression des apports des épargnants, depuis cette date, induit en erreur, puisqu'elle résulte du marasme du marché financier à la veille de la seconde guerre mondiale et non de son dynamisme à notre époque, dynamisme qui n'éveillerait pas tant de réserves s'il était plus ancien et surtout durable. La référence 1929, plus justifiée, n'est cependant pas très satisfaisante. Il s'agit d'une année de pointe où les sociétés métropolitaines accaparent le marché des capitaux à long terme. La demande des agents étrangers est faible, et l'Etat français amortit beaucoup plus qu'il n'emprunte. Dans l'hypothèse où l'on confronte les émissions nettes de valeurs industrielles au début du xx<sup>e</sup> siècle avec celles actuellement recensées, il ne paraît pas que le déclin de la place de Paris soit aussi prononcé qu'on le soutient généralement. En raison de la corrélation entre le volume du revenu national et de celui de l'épargne susceptible d'être investie en valeurs mobilières, de l'influence des deux conflits mondiaux et de la grande dépression sur la croissance du revenu national, on ne pouvait escompter un développement rapide et marqué de ce genre de placement, même si l'inflation et la fiscalité n'avaient pas encouragé les autres emplois de capitaux.

Le choix d'un terme de comparaison n'est pas non plus à l'abri de toute difficulté pour connaître de l'évolution du financement des entreprises sur ressources monétaires. L'augmentation des crédits à court terme ne semble pas excessive dans le cas où l'indice de la production industrielle est à même de donner directement une idée du taux de progression optimum de ce flux. Il se peut, même, que l'élargissement constant des usagers du crédit à court terme parmi les agriculteurs et les artisans ait eu pour effet de restreindre l'importance relative de ce mode de financement en ce qui concerne les entreprises industrielles. Cette tendance semble plus accusée lorsque l'on envisage l'évolution de l'ensemble des ressources monétaires distribuées à l'économie dite productive. Dans la mesure où l'essor des crédits à l'équipement a freiné la création de monnaie destinée au financement des fonds de roulement, il est à présumer que ce sont les firmes privées, industrielles et commerciales, qui ont surtout ressenti les conséquences

de la limitation de cette forme de l'expansion monétaire, les entreprises publiques et agricoles ayant largement recouru à ce moyen nouveau de financement que constitue le crédit à moyen terme sans qu'elles aient vu décroître pour cela leurs ressources à court terme. Celles-ci sont, au contraire, en augmentation pour les exploitations agricoles, et elles ont toujours revêtu peu d'ampleur pour les entreprises publiques.

Ce rappel sommaire des traits principaux de l'évolution des modes de financement des entreprises n'est pas sans laisser voir l'influence de la politique économique suivie, en cette matière, par les Pouvoirs publics. Elle aboutit à une large redistribution des capitaux destinés à ces agents économiques. Si son objet paraît en soi satisfaisant, il n'est pas certain que ses moyens le soient également, ce qui tend à mettre en cause le principe même de la redistribution. On comprend aisément que l'Etat veuille assurer la continuité du programme d'équipement des sociétés publiques. Mais il est regrettable qu'il n'y parvienne qu'en compromettant l'expansion des entreprises privées. Le fait que, pour des raisons qui importent peu en elles-mêmes, le secteur public économique ne dispose pas de ressources propres, oblige l'Etat à exercer une concurrence abusive auprès des détenteurs de capitaux. Ses effets sont d'autant plus néfastes que les entreprises privées, redevables de la presque totalité des impôts sur les bénéfices, ne peuvent pratiquer un autofinancement suffisant, conforme à leurs principes de gestion.

Cependant quelle qu'ait pu être l'étendue des répercussions de la seconde guerre mondiale, des erreurs de notre politique économique sur l'évolution des modes de financement des entreprises, il ne semble pas que cette évolution doive être considérée comme ayant un caractère structurel ; du moins, elle n'appelle ce qualificatif que dans la mesure où l'on envisage exclusivement la situation des entreprises publiques. Mais alors ces modifications profondes, qui affectent ces dernières, découlent, en majeure partie, de causes différentes qui en expliquent la permanence. Elles résultent d'une pensée politique qui s'est proposée de réaliser une transformation des structures pour une action directe, par application des nationalisations. Les autres interventions n'ont souvent eu qu'une incidence passagère. La structure du financement des entreprises libres se révèle infiniment plus stable. Les changements qui se sont produits, au cours des ces dernières années n'ont point eu pour résultat d'accentuer le mouvement ancien mais, au contraire, de renverser le sens de l'évolution et de marquer un retour vers une situation plus normale et surtout plus en harmonie avec la logique du système capitaliste, avec ceux de ses mécanismes susceptibles d'assurer la prospérité de notre pays.

## NOTE I

---

### ESSAI SUR L'EVOLUTION DE LA CONTRIBUTION DES SOCIETES A LA FORMATION DE L'EPARGNE NATIONALE

---

Au cours de nos recherches sur le financement des entreprises, nous avons été amené à procéder à diverses évaluations de l'épargne nationale ou de l'épargne de certains agents économiques au début du  $xx^e$  siècle. Nous avons jugé utile de rassembler ces statistiques, dans une note, et le cas échéant, de les compléter. D'une part, elles donnent quelques points de repère sur l'évolution de la contribution des sociétés à la formation de l'épargne nationale ; d'autre part, elles peuvent servir de moyen de recoupement des autres chiffres fournis dans le corps de notre thèse.

Nous ne prétendons pas que nos statistiques soient préférables à celles des auteurs anciens ou à celles des rares études rétrospectives qui traitent du sujet. Elles présentent cependant, l'avantage d'avoir été élaborées à partir de données brutes qui ont été collectées, interprétées, corrigées *par un seul auteur*. Celui-ci a donc pu, dans une certaine mesure, les améliorer en ajoutant ou en enlevant les éléments qui ne permettaient point de les présenter sous les concepts actuellement utilisés. Comme la première solution s'imposait le plus souvent, nos évaluations sont, en principe plus élevées que celles que l'on trouve dans les sources.

## ▲ I. — LES ANNÉES 1900 ET 1913.

1<sup>o</sup> *Epargne des ménages.*

## Méthode.

Les évaluations résultent de l'extrapolation des statistiques de R. Pupin, pour les années 1903-1911, 1911, 1911-1913, après corrections, pour tenir compte de la fraction de l'épargne courante qui a été négligée comme ne correspondant pas à une augmentation de la fortune privée et comme ayant compensé certaines pertes, subies par celle-ci, au cours de l'année ou de la période retenue.

## Références.

Cf. : Thèse pp. 107 à 110.

2<sup>o</sup> *Epargne des sociétés.*

## Méthode.

Ayant déterminé l'autofinancement moyen des sociétés de 1900 à 1913, nous avons ensuite estimé les profits non distribués à partir de la statistique sur l'I.R.V.M.

## Références.

Cf. : Thèse pp. 110 à 118.

3<sup>o</sup> *Epargne publique.*

## Méthode.

● L'excédent des recettes fiscales sur les dépenses de l'Etat, des départements et des communes s'élève à plus de 100 millions en 1900, et de 50 millions en 1913.

● Les dépenses civiles d'équipement de l'Etat atteignent 250 millions en 1913. Celles des départements et des communes sont d'environ 100 millions pour la même année.

● Les amortissements économiques des administrations étant comptabilisés actuellement pour 25 M., ceux-ci ne devaient point dépasser 80 millions en 1913.

Dans ces conditions, nous pouvons considérer que l'épargne était au moins égale à 100 m. en 1900 et à 200 m. en 1913, ce qui correspond à l'accroissement annuel de la fortune publique de 4 % environ.

## Références.

- Comptes définitifs des finances de l'Etat : S.G.F.
- Finances des départements et des communes : S.G.F.
- Inventaire de la situation financière (1913-1946).

## ▲ II. — L'ANNÉE 1929.

Comme nous avons déjà eu l'occasion de le signaler, nous ne disposons que d'un nombre très limité de statistiques sur les composantes du revenu national en 1929. Elles ont été élaborées, pour la plupart, après la guerre, sous la direction du Commissariat général du plan de modernisation et d'équipement. Les autres sont contemporaines des événements étudiés.

Suivant l'équation keynésienne, l'épargne nationale est égale aux investissements nets, plus l'augmentation des stocks, plus l'excédent de la balance des paiements courants et plus l'excédent budgétaire. Nous nous proposons donc d'exposer brièvement les valeurs retenues pour ces diverses quantités.

1° *Les investissements nets fixes.*

Afin d'utiliser de la façon la plus efficiente les statistiques du Commissariat, il est utile de comparer ses évaluations, faites à la Libération, avec celles qui ont été récemment publiées.

*Les investissements nets aux prix de 1938.*

En milliards de francs courants.

| Années                                  | 1929                    | 1938                    |                                           |
|-----------------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------------------------|
| Sources                                 | Commissariat<br>du plan | Commissariat<br>du plan | Comptes<br>économiques<br>de l'année 1938 |
| Investissements bruts :                 |                         |                         |                                           |
| — Bâtiments et travaux<br>publics ..... | ?                       | 25                      | 25                                        |
| — Equipements .....                     | ?                       | 33                      | 28                                        |
| Total .....                             | 95                      | 58                      | 53                                        |
| Amortissements .....                    | 55                      | 50                      | 47                                        |
| Investissements nets .....              | 40                      | 8                       | 6                                         |
| Stocks .....                            | ?                       | 2                       | 0                                         |

Le Commissariat aurait eu tendance à surévaluer, pour l'année 1938, les investissements bruts (+ 5 M.) et les amortissements (+ 3 M.). De plus, les dépenses d'équipements en 1929 comprennent les achats de matériel par l'armée. Ils avaient pu être déduits pour l'année 1938. Enfin, les estimations de 1929 sont faites en francs 1938 ; elles appellent, de ce chef, de nouvelles corrections.

— Les dépenses d'équipement étant surestimées en 1938, nous avons admis qu'il en était de même en 1929. Nous nous sommes basé

sur l'indice de la production de biens d'équipement pour connaître la surestimation probable en 1929, soit environ 8 M.

— C'est, en revanche, à partir de l'inventaire Schumann que nous avons essayé de connaître la déduction qu'il convenait d'apporter aux achats de biens d'équipement pour isoler ceux acquis par les entreprises. Les dépenses militaires ont atteint 13 M. en 1929, exercice de 15 mois, et 16 M., en 1930, exercice de 12 mois. Si on opère un abattement d'un cinquième, sur les 13 M., pour évaluer les dépenses militaires pendant les 12 premiers mois, on obtient 10,4 M. L'inventaire donne la ventilation de ces crédits pour les années 1930 à 1938. En 1930-31, les dépenses d'entretien se sont élevées à 10 M., le reste, soit 6 M. correspondant aux dépenses d'équipement. Comme les effectifs étaient plus importants en 1929 (669.600 hommes contre 622.600), on peut en déduire sans risque d'erreur, que les achats militaires aux industries mécaniques n'ont pu dépasser 2 M.

— Nous réduirons enfin les amortissements de 2 M.

L'investissement net fixe serait, dans ces conditions, de 32 M. de francs 38. Or, nous avons besoin d'une évaluation en francs courants. Si l'indice des prix de gros des produits industriels est pratiquement au même niveau en 1938 et en 1929, cette identité cache de profondes distorsions dans l'évolution des prix. Avec des ressources égales, les entreprises obtenaient en 1929 un volume sensiblement plus élevé de biens d'équipement.

Suivant la statistique présentée par M. G. Houist, dans son rapport au Conseil économique (J.O. 18 août 1957, p. 630), l'indice du coût de la construction d'un immeuble moyen de rapport serait à 7,17 en 1929 et à 9,77 en 1938, sur la base I en 1914. Il convient donc de diminuer de 25 % environ les dépenses de construction, en 1929, évaluées en francs 38, pour avoir leur valeur en francs courants. La hausse est encore plus forte pour les biens d'équipement. L'indice des minéraux et métaux passe de 560 à 803 en 1938. L'abattement à effectuer est de 33 %. Les autres biens sont à peu près au même niveau.

Faute de pouvoir réunir des informations plus détaillées, sur les variations du prix de chaque bien, sur leur importance respective (problème de la pondération), nous abaisserons de 22 % environ le montant de l'ensemble des dépenses d'investissement, considérant que le secteur du bâtiment en a représenté moins de la moitié, ainsi que le secteur des biens d'équipement provenant de l'industrie des métaux ; le solde n'ayant connu que de faibles fluctuations.

*L'investissement net fixe, en 1929, serait de l'ordre de 25 M. de francs courants.*

### 2° *L'investissement net à l'étranger.*

D'après les études parues dans la *Revue d'économie politique*, le solde créditeur de la balance des paiements courants serait de 4,5 M. en 1929. Nous considérerons que l'investissement net à l'extérieur a été légèrement inférieur à cette somme, soit 4 M.

### 3° *L'excédent du compte d'affectation des administrations.*

En raison de la politique d'austérité préconisée et appliquée par le Gouvernement, l'excédent des recettes est particulièrement élevé.

- Etat : + 5,4 M. pour 15 mois, soit 4,3 M. pour 12 mois.
- Départements : + 1 M.
- Communes : + 1,2 M.

● Caisse autonome d'amortissement : recettes nettes : 7 M. (à l'exclusion des versements effectués par l'Etat), consacrées à la réduction de la circulation des Bons de la Défense nationale et au remboursement des titres publics à long terme.

L'excédent des recettes fiscales sur les dépenses (il n'y a pas de budget extraordinaire) s'élève à 13,5 M., soit environ 430 M. de francs actuels. L'épargne publique ne date pas d'une époque aussi récente que certains aiment à le laisser supposer. Son affectation à l'allègement de la dette publique présentait, en cette période de prospérité, un intérêt aussi grand que la réalisation d'investissements publics. Nous regrettons que les études qui se sont consacrées à ce sujet n'aient jamais examiné la situation des Finances publiques en 1929. En particulier, le rapport sur les structures permanentes de l'économie française, nous aurait, peut-être montré que nous avons négligé certains aspects de la question... Afin d'éviter toute surestimation, nous n'évaluerons l'épargne publique qu'à 11 M.

### 4° *La formation nette de stocks.*

Il n'existe pas, à notre connaissance, de statistiques sur l'augmentation des stocks en 1929. Nous avons cependant deux moyens indirects, pour nous rendre compte qu'elle a dû être assez élevée.

● Le déficit de la balance commerciale a doublé en 1929 ; il est passé de 4,5 M. en 1928, à 10 M. en 1929, pour augmentation des importations.

● Le volume des crédits à court terme distribués par les banques serait supérieur de 12 M. à celui de l'année précédente (51,2 et 63,3 M.). Même si notre statistique est assez incertaine, nous pouvons l'employer utilement lorsqu'il s'agit de connaître l'amplitude des variations et non le montant exact de l'encours.

Il semble qu'en admettant que les stocks se sont accrus de 10 M., nous ne nous écartions pas trop de la réalité.

En conclusion, l'investissement net, sous ses diverses formes, serait de 25 M. + 4 M. + 11 M. + 10 M. = 50 M. Bien qu'élevée, cette estimation ne paraît nullement trop forte, surtout si l'on se rappelle l'importance exceptionnelle de l'épargne publique dont nous n'avons pas totalement tenu compte.

#### 5° *La contribution des divers agents économiques.*

- Epargne des sociétés : 16 M., cf. : Thèse pp. 121 à 123.
- Epargne publique : 11 M.
- Epargne des ménages : 23 M.

### § III. — L'ANNÉE 1938.

Suivant les comptes économiques de la Nation, en 1938, les flux sont les suivants :

- Epargne des sociétés : 14 M.
- Epargne publique : — 28 M.
- Epargne des ménages : 24 M.

Si nous confrontons les comptes économiques de l'année 1938 et nos évaluations pour l'année 1929, l'épargne des ménages apparaît légèrement inférieure en 1929. Cette situation, étonnante au premier abord, n'est pas improbable. Si le revenu national est supérieur en 1929 à celui de 1938, lorsque les évaluations sont faites en francs 38 (+ 20 %), il n'en est vraisemblablement plus de même lorsqu'elles sont effectuées en francs courants. C'est ainsi que Dugé de Bernonville, qui estimait le revenu national de 1938 à 267 M. de francs courants, n'aboutissait qu'au chiffre de 245 M. pour 1929. Toutefois, si la différence entre les revenus mixtes et les revenus des capitaux est assez faible (118,4 M. en 1929 et 120 M. en 1938), il n'est pas impossible que l'augmentation de la pression fiscale ait eu des répercussions plus profondes en 1929 qu'en 1938.

### § IV. — LES ANNÉES 1949-1958.

La méthode d'élaboration de notre statistique appelle quelques commentaires. Nos chiffres diffèrent, en effet, des données brutes de la comptabilité nationale. Nous ne pouvons renvoyer à l'annuaire de l'I.N.S.E.E., dont nous avons repris la méthode — non exposée —

puisque ses statistiques ne tiennent pas compte de la révision des évaluations opérées depuis sa parution.

— Apport net de l'étranger = « prêts nets de l'extérieur + solde de la « coopération internationale ».

— Epargne des sociétés = cf. Tableau XIII, p. 126.

— Epargne des ménages :

+ « Epargne nette ménages ».

— Indemnités de dommages de guerre.

● Allouées aux ménages.

● Aux entrepreneurs individuels.

+ Financement des investissements nets des entrepreneurs individuels.

— Epargne des administrations :

= Solde pour obtenir l'épargne nationale.

= « Déficit des administrations ».

— Recettes nettes de coopération internationale.

+ Dommages de guerre.

+ Diverses corrections...

Comme les nouvelles séries statistiques n'ont été publiées (1) dans les comptes de la Nation de l'année 1958 — à l'exception des agrégats — qu'à partir de l'année 1954, nous n'avons pu donner avec précision les chiffres relatifs à l'épargne des ménages et des administrations de 1949 à 1953. Les agrégats ne permettent de retrouver que l'épargne des sociétés.

Cette lacune aurait été grave — dans une étude structurelle — en raison de l'importance de l'épargne publique en 1949 et 1950. Nous avons alors admis qu'elle représentait 50 % (au maximum) de l'épargne nationale, en considérant que les modifications apportées récemment au volume des investissements nets, de l'épargne nette des divers agents économiques, etc., ne concernaient pas — hypothèse très plausible — le compte des Administrations.

(1) Il est regrettable que le S.E.E.F., qui comprend généralement les préoccupations de ceux qui utilisent les statistiques économiques, imitent les autres organismes d'information, en ne publiant pas les modifications apportées aux travaux antérieurs. Il n'est pas toujours aisé de consulter les documents sur place.

TABLEAU XIX  
Evolution de la contribution des sociétés à la formation de l'épargne nationale  
ou  
Compte de capital simplifié de la Nation.

| En milliards de francs courants.                      |  |       |       |       |        |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-------------------------------------------------------|--|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Années                                                |  | 1900  | 1913  | 1929  | 1938   | 1949   | 1950  | 1951  | 1952  | 1953  | 1954  | 1955  | 1956  | 1957  | 1958  |
| Emplois :                                             |  |       |       |       |        |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Formation brute de capital .....                      |  |       |       |       | 59     | 1680   | 1790  | 2180  | 2600  | 2490  | 2700  | 3100  | 3560  | 4130  | 4770  |
| — Amortissements .....                                |  |       |       |       | 47     | 880    | 950   | 1240  | 1470  | 1480  | 1510  | 1540  | 1650  | 1800  | 2020  |
| Formation nette de capital .....                      |  |       |       | 35    | 12     | 800    | 840   | 940   | 1130  | 1010  | 1190  | 1560  | 1910  | 2330  | 2750  |
| Ressources :                                          |  |       |       |       |        |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Ressources internes ou épargne nationale :            |  |       |       |       |        |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| — Sociétés .....                                      |  | 0,9   | 1,4   | 16    | 14     | 210    | 220   | 223   | 287   | 363   | 323   | 460   | 403   | 633   | 619   |
| — Ménages .....                                       |  | 3,5   | 4,3   | 23    | 24     | ?      | ?     | ?     | ?     | ?     | 542   | 832   | 780   | 932   | 988   |
| — Administrations ..                                  |  | 0,1   | 0,2   | 11    | — 28   | ?      | ?     | ?     | ?     | ?     | 252   | 278   | 206   | 220   | 760   |
| — Total .....                                         |  | 4,5   | 5,9   | 50    | 10     | 715    | 874   | 767   | 863   | 837   | 1117  | 1570  | 1389  | 1785  | 2367  |
| Ressources externes ou apport net de l'étranger ..... |  |       |       |       | 2      | 85     | — 34  | 173   | 267   | 173   | 73    | — 10  | 521   | 545   | 383   |
| Epargne disponible totale .....                       |  |       |       |       | 12     | 800    | 840   | 940   | 1130  | 1010  | 1190  | 1560  | 1910  | 2330  | 2750  |
| Epargne des sociétés ...                              |  | 20 %  | 24 %  | 32 %  | 140 %  | 29 %   | 25 %  | 29 %  | 33 %  | 43 %  | 29 %  | 29 %  | 29 %  | 36 %  | 26 %  |
| Epargne des ménages ..                                |  | 78 %  | 73 %  | 48 %  | 240 %  | (21 %) |       |       |       |       | 48 %  | 53 %  | 56 %  | 52 %  | 42 %  |
| Epargne des administrations .....                     |  | 2 %   | 3 %   | 22 %  | -280 % | (50 %) |       |       |       |       | 23 %  | 18 %  | 15 %  | 12 %  | 32 %  |
| Epargne interne nette ..                              |  | 100 % | 100 % | 100 % | 100 %  | 100 %  | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % | 100 % |

Sources : 1900-1929 : évaluation de l'auteur.

1938-1958 : comptabilité nationale 1958 (chiffres provisoires).

## CONCLUSION

Si notre essai sur l'évolution de la contribution des sociétés à la formation de l'épargne nationale ne peut prétendre à une grande précision, il n'en constitue pas moins un apport susceptible de donner une idée sommaire de la « place » des sociétés dans les structures françaises. Si l'on accepte de tenir compte de l'accroissement de la dimension des sociétés, de leur nombre et surtout de la constitution des S.A.R.L., à l'origine de 50 % de l'épargne privée forcée, il nous semble difficile de parler « d'une progression considérable » tant en valeur absolue qu'en valeur relative de l'épargne de l'ensemble des sociétés.

## NOTE II

---

### ESSAI SUR L'ÉVOLUTION DES INVESTISSEMENTS NETS DES ENTREPRISES

---

Une stricte interprétation de notre sujet, nous aurait permis de renoncer à toute recherche sur le volume des investissements des entreprises, au cours des années que nous avons jugées les plus caractéristiques. C'eût été, cependant, une solution critiquable. Les entreprises ne conservent une fraction de leurs profits, ne demandent des capitaux aux épargnants et aux banques que parce qu'elles projettent d'accroître la valeur de leurs actifs. Investissement et financement constituent donc deux aspects d'une même question, en l'occurrence, celle des variations de l'ensemble des moyens réels et monétaires susceptibles d'assurer une augmentation de la production. Mais il importe de noter que les ressources financières des entreprises ne sont pas uniquement affectées à l'achat de biens d'équipement, de bâtiments, de stocks. Elles couvrent aussi, dans certains cas, des déficits d'exploitation ou permettent, éventuellement, de prendre des participations dans des sociétés exerçant une activité connexe. Notre méthode de travail nous conduit à passer sous silence les « remboursements » : amortissements d'emprunts, de crédits à moyen et court terme. Il est enfin indispensable de se rappeler que nos évaluations constituent tout au plus des points de repère... Si la marge d'erreur n'est sans doute pas très forte ( $\pm 20\%$ ) pour les statistiques relatives aux flux financiers, elle semble en revanche beaucoup plus élevée en ce qui a trait aux investissements, sous leurs diverses formes.

## § I. — L'ANNÉE 1890.

## Méthode.

Dans une étude consacrée à la croissance du revenu national, M. Marczewski évalue les investissements nets des entreprises, en 1890, à 1.950 millions. Nous avons conservé ce chiffre, qui nous paraissait comparable aux nôtres pour les années 1900 et 1913. Peut-être eut-il été préférable de le réduire d'environ 100 millions. L'auteur ne précise pas si la valeur de l'accroissement des stocks est comprise dans cette estimation ; les autres statistiques le laissent supposer. Nous avons admis qu'il y avait lieu de considérer qu'il en était ainsi.

## Référence.

— Cahiers de l'I.N.S.E.A., fascicule 7, série D : « La croissance du revenu national depuis 1870 ».

— Cf. : Thèse pp. 101 à 105 et pp. 114 et 115.

## § II. — LES ANNÉES 1900 ET 1913.

## Méthode.

Les sources sans être très nombreuses, sont cependant assez diverses. Afin de limiter les risques d'erreur, nous avons d'abord procédé à l'évaluation des valeurs moyennes relatives à la période 1900-1913. Celles-ci reposent sur les statistiques fournies par l'administration des Finances, par C. Colson et R. Pupin. Nous avons, de plus, utilisé nos recherches sur la distribution du crédit à court terme pour déterminer les variations probables des stocks.

Le passage des valeurs moyennes aux valeurs des années 1900, 1913 se fonde sur divers indices de production, et plus encore sur l'intuition de l'auteur..., au reste, après consultation d'ouvrages d'histoire économique.

## Référence.

— Cf. : Thèse pp. 101 à 105 et pp. 114 et 115.

## § III. — L'ANNÉE 1929.

Les seuls documents disponibles sont les travaux rétrospectifs du Commissariat du plan que nous avons déjà employés pour déterminer le volume de l'épargne en 1929. L'expérience montre qu'ils appellent plusieurs corrections.

— La première tient à ce qu'il est légitime de présumer que les erreurs sur la répartition des divers investissements des entreprises et sur la ventilation des investissements suivant qu'ils ont été décidés par telle ou telle catégorie d'agents économiques se sont reproduites en 1929.

• Surestimation des dépenses d'équipement = + 10 M.

• Sous-estimation des dépenses de bâtiment = — 9 M.

— La deuxième résulte, comme nous l'avons vu dans la Note précédente, de ce qu'il n'avait été possible, à l'époque, de déduire les achats de biens d'équipement par l'armée (2 M.).

— La troisième s'efforce de mieux tenir compte de l'annuité théorique d'amortissement (38 M. au lieu de 35 M.).

— La dernière, enfin, se propose de passer de l'évaluation en francs 38 à une estimation en francs courants, suivant les indices retenu dans la Note I.

### *Les investissements nets des entreprises en 1929.*

En milliards de francs courants.

| Années                            | 1938                                |                      | 1929                 |          |
|-----------------------------------|-------------------------------------|----------------------|----------------------|----------|
|                                   | Comptes économiques de l'année 1938 | Commissariat du plan | Commissariat du plan | L'auteur |
| Equipements :                     | 27                                  | 34                   | ?                    | ? + 10   |
| Bâtiments .....                   | 10                                  | 4                    | ?                    | ? — 9    |
| Total .....                       | 37                                  | 38                   | 63                   | 62       |
| — Armement .....                  | —                                   | —                    | ?                    | — 2      |
| — Amortissements ..               | — 36                                | — 33                 | — 35                 | — 38     |
| Investissements nets fixes :      |                                     |                      |                      |          |
| — en milliards de francs 38 ..... | 1 M.                                | 5 M.                 |                      | 22 M     |
| — en milliards de francs 29 ..... |                                     |                      |                      | 17 M     |
| Stocks .....                      | 6 M.                                | 2 M.                 | ?                    | 10 M     |

### § IV. — L'ANNÉE 1938.

Le tableau précédent donne les évaluations les plus récentes pour l'année 1938. Elles sont extraites des comptes économiques de l'année 1938.

— Investissements nets fixes + 1 M.

— Stocks + 6 M.

## § V. — LES ANNÉES 1954 A 1958.

Les évaluations proviennent du rapport sur les comptes de la Nation de l'année 1958.

TABLEAU XX

*Evolution des investissements nets des entreprises.*

En milliards de francs courants.

| Années        | Formation nette de capital<br>fixe | Stocks<br>et ajustements | Total |
|---------------|------------------------------------|--------------------------|-------|
| 1890 .....    | 1,650                              | 0,300                    | 1,950 |
| 1900 .....    | 1,700                              | 0,350                    | 2,050 |
| 1913 .....    | 2                                  | 0,450                    | 2,450 |
| 1929 .....    | 17                                 | 10                       | 27    |
| 1938 .....    | 1                                  | 6                        | 7     |
| 1954 .....    | 524                                | 97                       | 621   |
| 1955 .....    | 529                                | 125                      | 854   |
| 1956 .....    | 962                                | 194                      | 1156  |
| 1957 .....    | 1 289                              | 151                      | 1440  |
| 1958 (1) .... | 1.502                              | 362                      | 1864  |

Ce tableau présenterait certainement plus d'intérêt si nous procédions à une conversion en francs constants. Outre le fait que nous ne disposons pas d'indices des prix des biens d'équipement de 1890 à 1938, une telle conversion serait irréaliste. Ce n'est pas parce que les prix des biens d'équipement augmentent ou diminuent, par rapport aux autres prix, que les ressources des entreprises varient dans le même sens. Mieux vaudrait, sans doute, se baser sur un indice général des prix pour se rendre compte des relations entre les emplois et les ressources des entreprises.

(1) Chiffres provisoires.

# ANNEXES

## ANNEXE N° 1

*Grandes banques de dépôts :  
activité métropolitaine et extra-métropolitaine.  
Evolution du portefeuille d'effets privés et publics.*

En milliards de francs courants.

|          | Crédit<br>Lyonnais | Société<br>Générale | Comptoir<br>National<br>d'Es-<br>compte | Banque<br>Nationale<br>pour le<br>Commerce<br>et<br>l'Industrie | Crédit<br>Commer-<br>cial<br>de France | Crédit<br>Industriel<br>et<br>Commer-<br>cial | Total |
|----------|--------------------|---------------------|-----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|----------------------------------------|-----------------------------------------------|-------|
| 1890.... | 0,44               | 0,13                | 0 13                                    |                                                                 |                                        | 0,08                                          | 0,81  |
| 1895.... | 0,52               | 0,11                | 0,22                                    |                                                                 | 0,002                                  | 0,05                                          | 0,91  |
| 1900.... | 0,75               | 0,26                | 0,33                                    |                                                                 | 0,01                                   | 0,06                                          | 1,43  |
| 1905.... | 1,03               | 0,38                | 0,54                                    |                                                                 | 0,01                                   | 0,10                                          | 2 07  |
| 1910.... | 1,22               | 0,78                | 0,87                                    |                                                                 | 0,05                                   | 0,13                                          | 3,07  |
| 1913.... | 1,51               | 0,89                | 1,00                                    | 0,07                                                            | 0,08                                   | 0,20                                          | 3,77  |
| 1920.... |                    |                     |                                         |                                                                 |                                        |                                               | 11,62 |
| 1921.... | 3,79               | 3,47                | 2,65                                    | 1,18                                                            | 0,84                                   | 0,43                                          | 12 37 |
| 1922.... | 4,09               | 3,61                | 2,88                                    | 1,62                                                            | 0,87                                   | 0,38                                          | 13,45 |
| 1923.... | 4,08               | 3,48                | 3,02                                    | 1,64                                                            | 0,92                                   | 0,35                                          | 13,49 |
| 1924.... | 3 64               | 3,19                | 3,03                                    | 1 44                                                            | 0,82                                   | 0,37                                          | 12,49 |
| 1925.... | 4,79               | 4,70                | 3,77                                    | 2,06                                                            | 1,10                                   | 0,61                                          | 17,03 |
| 1926.... | 5,22               | 5 36                | 4,22                                    | 2,10                                                            | 1,15                                   | 0,62                                          | 18,67 |
| 1927.... | 5,79               | 4,79                | 4,92                                    | 2,57                                                            | 1,35                                   | 0,71                                          | 20,13 |
| 1928.... | 8,47               | 6,34                | 5 72                                    | 2 44                                                            | 1 51                                   | 0 79                                          | 25,21 |
| 1929.... | 8,19               | 6,16                | 6,00                                    | 2,86                                                            | 1,88                                   | 0,73                                          | 25,88 |
| 1930.... | 8,58               | 6,16                | 4,83                                    | 2,35                                                            | 1,83                                   | 0,77                                          | 24,25 |
| 1931.... | 7,30               | 5,59                | 4,34                                    | 1,14                                                            | 1,48                                   | 1,07                                          | 20,92 |
| 1932.... | 8,33               | 6,16                | 5,99                                    | 1,98                                                            | 1,50                                   | 1,46                                          | 25 42 |
| 1933.... | 8,13               | 5,90                | 4,75                                    | 1,62                                                            | 1,57                                   | 0,96                                          | 22 93 |
| 1934.... | 7,66               | 5,25                | 4,42                                    | 1,67                                                            | 1,29                                   | 0,90                                          | 21,19 |
| 1935.... | 6,94               | 4,65                | 3 75                                    | 1,51                                                            | 1,14                                   | 0,77                                          | 18,76 |
| 1936.... | 7,39               | 4,99                | 4,22                                    | 1,59                                                            | 1,35                                   | 0,85                                          | 20,39 |
| 1937.... | 7,77               | 4,80                | 4,26                                    | 1,89                                                            | 1,42                                   | 1,30                                          | 21,44 |
| 1938.... | 9 10               | 5,81                | 4,96                                    | 2,70                                                            | 1,86                                   | 1,42                                          | 25,85 |
| 1939.... | 11,85              | 8,79                | 6,67                                    | 3,52                                                            | 2,40                                   | 2,00                                          | 35,23 |

## ANNEXE N° 2

*Grandes banques de dépôts :  
activité métropolitaine et extra-métropolitaine.*

*Evolution des comptes courants débiteurs.*

*Evolution des avances avec ou sans garanties et des reports.*

*Evolution du total.*

En milliards de francs courants.

| Années     | Nombre<br>de banques | Comptes<br>courants<br>débiteurs | Avances<br>et reports | Total |
|------------|----------------------|----------------------------------|-----------------------|-------|
| 1890 ..... | 4                    | 0,25                             | 0,30                  | 0,58  |
| 1895 ..... | 5                    | 0,30                             | 0,39                  | 0,69  |
| 1900 ..... | 5                    | 0,43                             | 0,65                  | 1,08  |
| 1905 ..... | 5                    | 0,55                             | 0,97                  | 1,52  |
| 1910 ..... | 5                    | 0,93                             | 1,13                  | 2,06  |
| 1913 ..... | 6                    | 1,34                             | 1,22                  | 2,57  |
| 1920 ..... | 6                    | 3,87                             | 1,21                  | 5,08  |
| 1921 ..... | 6                    | 3,09                             | 1,04                  | 4,13  |
| 1922 ..... | 6                    | 2,91                             | 1,05                  | 3,96  |
| 1923 ..... | 6                    | 3,71                             | 1,48                  | 5,19  |
| 1924 ..... | 6                    | 4,22                             | 1,67                  | 5,89  |
| 1925 ..... | 6                    | 4,72                             | 1,51                  | 6,24  |
| 1926 ..... | 6                    | 5,45                             | 1,33                  | 6,78  |
| 1927 ..... | 6                    | 5,47                             | 2,17                  | 7,65  |
| 1928 ..... | 6                    | 8,35                             | 3,30                  | 11,65 |
| 1929 ..... | 6                    | 10,83                            | 3,13                  | 13,96 |
| 1930 ..... | 6                    | 13,06                            | 2,96                  | 16,03 |
| 1931 ..... | 6                    | 11,81                            | 1,66                  | 13,47 |
| 1932 ..... | 6                    | 8,66                             | 1,54                  | 10,20 |
| 1933 ..... | 6                    | 9,11                             | 1,85                  | 10,89 |
| 1934 ..... | 6                    | 8,93                             | 1,81                  | 10,78 |
| 1935 ..... | 6                    | 8,71                             | 1,81                  | 10,52 |
| 1936 ..... | 6                    | 7,99                             | 1,87                  | 9,87  |
| 1937 ..... | 6                    | 7,96                             | 1,66                  | 9,63  |
| 1938 ..... | 6                    | 7,63                             | 1,57                  | 9,21  |
| 1939 ..... | 6                    | 8,63                             | 1,32                  | 9,95  |

## ANNEXE N° 3

*Grandes banques d'affaires :  
activité métropolitaine et extra-métropolitaine.  
Evolution du portefeuille d'effets privés et publics.*

En milliards de francs courants.

| Années     | Nombre de banques | Portefeuille |
|------------|-------------------|--------------|
| 1890 ..... | 2                 | 0,03         |
| 1895 ..... | 2                 | 0,03         |
| 1900 ..... | 2                 | 0,03         |
| 1905 ..... | 4                 | 0,15         |
| 1910 ..... | 4                 | 0,24         |
| 1913 ..... | 4                 | 0,36         |
| 1920 ..... | 4                 | 1 05         |
| 1921 ..... | 4                 | 1,24         |
| 1922 ..... | 3                 | 1,07         |
| 1923 ..... | 3                 | 1,25         |
| 1924 ..... | 3                 | 1,12         |
| 1925 ..... | 3                 | 1,34         |
| 1926 ..... | 3                 | 1,28         |
| 1927 ..... | 3                 | 1,49         |
| 1928 ..... | 3                 | 1,30         |
| 1929 ..... | 3                 | 1,67         |
| 1930 ..... | 3                 | 1,62         |
| 1931 ..... | 3                 | 1,38         |
| 1932 ..... | 2                 | 1,61         |
| 1933 ..... | 2                 | 1,08         |
| 1934 ..... | 2                 | 0 98         |
| 1935 ..... | 2                 | 0,86         |
| 1936 ..... | 2                 | 1,19         |
| 1937 ..... | 2                 | 1,45         |
| 1938 ..... | 2                 | 1,75         |
| 1939 ..... | 2                 | 1,79         |

## ANNEXE N° 4

*Grandes banques d'affaires :  
activité métropolitaine et extra-métropolitaine.*

*Evolution des comptes courants débiteurs.*

*Evolution des avances avec ou sans garanties et des reports.*

*Evolution du total.*

En milliards de francs courants.

| Années     | Nombre<br>de banques | Comptes<br>courants<br>débiteurs | Avances<br>et reports | Total |
|------------|----------------------|----------------------------------|-----------------------|-------|
| 1890 ..... | 2                    | 0,03                             | 0,04                  | 0,07  |
| 1895 ..... | 2                    | 0,03                             | 0,03                  | 0,06  |
| 1900 ..... | 2                    | 0,04                             | 0,05                  | 0,10  |
| 1905 ..... | 4                    | 0,15                             | 0,13                  | 0,39  |
| 1910 ..... | 4                    | 0,19                             | 0,44                  | 0,64  |
| 1913 ..... | 4                    | 0,42                             | 0,27                  | 0,70  |
| 1920 ..... | 4                    | 0,67                             | 0,22                  | 0,89  |
| 1921 ..... | 4                    | 0,60                             | 0,23                  | 0,83  |
| 1922 ..... | 3                    | 0,68                             | 0,20                  | 0,88  |
| 1923 ..... | 3                    | 0,82                             | 0,23                  | 1,05  |
| 1924 ..... | 3                    | 1,15                             | 0,17                  | 1,33  |
| 1925 ..... | 3                    | 1,66                             | 0,19                  | 1,85  |
| 1926 ..... | 3                    | 1,59                             | 0,14                  | 1,74  |
| 1927 ..... | 3                    | 2,25                             | 0,26                  | 2,51  |
| 1928 ..... | 3                    | 2,42                             | 0,28                  | 2,71  |
| 1929 ..... | 3                    | 2,68                             | 0,17                  | 2,85  |
| 1930 ..... | 3                    | 2,05                             | 0,16                  | 2,21  |
| 1931 ..... | 3                    | 1,29                             | 0,01                  | 1,31  |
| 1932 ..... | 2                    | 0,93                             | 0,008                 | 0,94  |
| 1933 ..... | 2                    | 1,01                             | 0,04                  | 1,05  |
| 1934 ..... | 2                    | 0,93                             | 0,02                  | 0,96  |
| 1935 ..... | 2                    | 0,90                             | 0,01                  | 0,91  |
| 1936 ..... | 2                    | 0,84                             | 0,02                  | 0,87  |
| 1937 ..... | 2                    | 0,71                             | 0,02                  | 0,73  |
| 1938 ..... | 2                    | 0,68                             | 0,02                  | 0,71  |
| 1939 ..... | 2                    | 0,63                             | 0,01                  | 0,65  |

## ANNEXE N° 5

*Principales banques commerciales :  
activité métropolitaine et extra-métropolitaine.  
Evolution du portefeuille d'effets privés et publics.*

En milliards de francs courants.

| Années     | Nombre<br>de banques | Portefeuille<br>des banques<br>de dépôts | Portefeuille<br>des banques<br>d'affaires | Portefeuille<br>total |
|------------|----------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------|
| 1890 ..... | 6                    | Voir annexe n° 1                         | Voir annexe n° 3                          | 0,84                  |
| 1895 ..... | 7                    |                                          |                                           | 0 94                  |
| 1900 ..... | 7                    |                                          |                                           | 1,46                  |
| 1905 ..... | 9                    |                                          |                                           | 2,22                  |
| 1910 ..... | 9                    |                                          |                                           | 3,31                  |
| 1913 ..... | 10                   |                                          |                                           | 4,16                  |
| 1920 ..... | 10                   |                                          |                                           | 12,68                 |
| 1921 ..... | 10                   |                                          |                                           | 13,61                 |
| 1922 ..... | 9                    |                                          |                                           | 14,56                 |
| 1923 ..... | 9                    |                                          |                                           | 14,77                 |
| 1924 ..... | 9                    |                                          |                                           | 13,64                 |
| 1925 ..... | 9                    |                                          |                                           | 18,41                 |
| 1926 ..... | 9                    |                                          |                                           | 19,98                 |
| 1927 ..... | 9                    |                                          |                                           | 21,66                 |
| 1928 ..... | 9                    |                                          |                                           | 26,53                 |
| 1929 ..... | 9                    |                                          |                                           | 27,58                 |
| 1930 ..... | 9                    |                                          |                                           | 26 17                 |
| 1931 ..... | 9                    |                                          |                                           | 22,29                 |
| 1932 ..... | 8                    |                                          |                                           | 27,03                 |
| 1933 ..... | 8                    |                                          |                                           | 24,03                 |
| 1934 ..... | 8                    |                                          |                                           | 22,19                 |
| 1935 ..... | 8                    |                                          |                                           | 19,63                 |
| 1936 ..... | 8                    |                                          |                                           | 21,60                 |
| 1937 ..... | 8                    |                                          |                                           | 23,03                 |
| 1938 ..... | 8                    |                                          |                                           | 27,64                 |
| 1939 ..... | 8                    |                                          |                                           | 36,98                 |

## ANNEXE N° 6

*Principales banques commerciales :*  
*Evolution des comptes courants débiteurs.*  
*Evolution des avances avec ou sans garantie et des reports.*

En milliards de francs courants.

| Années     | Nombre<br>de banques | Comptes<br>courants<br>débiteurs | Avances<br>et reports | Total |
|------------|----------------------|----------------------------------|-----------------------|-------|
| 1890 ..... | 6                    | 0,28                             | 0,34                  | 0,62  |
| 1895 ..... | 7                    | 0,33                             | 0,42                  | 0,75  |
| 1900 ..... | 7                    | 0,47                             | 0,70                  | 1,17  |
| 1905 ..... | 9                    | 0,70                             | 1,10                  | 1,80  |
| 1910 ..... | 9                    | 1,08                             | 1,57                  | 2,65  |
| 1913 ..... | 10                   | 1,77                             | 1,50                  | 3,27  |
| 1920 ..... | 10                   | 4,55                             | 1,43                  | 5,98  |
| 1921 ..... | 10                   | 3,69                             | 1,28                  | 4,97  |
| 1922 ..... | 9                    | 3,59                             | 1,26                  | 4,85  |
| 1923 ..... | 9                    | 4,53                             | 1,71                  | 6,25  |
| 1924 ..... | 9                    | 5,37                             | 1,84                  | 7,22  |
| 1925 ..... | 9                    | 6,38                             | 1,70                  | 8,09  |
| 1926 ..... | 9                    | 7,04                             | 1,48                  | 8,52  |
| 1927 ..... | 9                    | 7,73                             | 2,44                  | 10,17 |
| 1928 ..... | 9                    | 10,77                            | 3,59                  | 14,36 |
| 1929 ..... | 9                    | 13,51                            | 3,30                  | 16,82 |
| 1930 ..... | 9                    | 15,11                            | 3,13                  | 18,24 |
| 1931 ..... | 9                    | 13,10                            | 1,68                  | 14,78 |
| 1932 ..... | 8                    | 9,60                             | 1,55                  | 11,15 |
| 1933 ..... | 8                    | 10,12                            | 1,82                  | 11,94 |
| 1934 ..... | 8                    | 9,87                             | 1,88                  | 11,75 |
| 1935 ..... | 8                    | 9,62                             | 1,82                  | 11,44 |
| 1936 ..... | 8                    | 8,84                             | 1,90                  | 10,74 |
| 1937 ..... | 8                    | 8,67                             | 1,69                  | 10,36 |
| 1938 ..... | 8                    | 8,32                             | 1,59                  | 9,92  |
| 1939 ..... | 8                    | 9,26                             | 1,33                  | 10,60 |

## ANNEXE N° 7

**Ensemble des banques commerciales :  
activité métropolitaine et extra-métropolitaine.  
Evolution du portefeuille d'effets privés et publics.**

En milliards de francs courants.

| Années     | Portefeuille<br>des principales<br>banques<br>commerciales | Coefficient         | Portefeuille<br>de l'ensemble<br>des banques<br>commerciales |
|------------|------------------------------------------------------------|---------------------|--------------------------------------------------------------|
| 1890 ..... | 0,84                                                       | 1,6<br>(par défaut) | 1,3                                                          |
| 1895 ..... | 0,94                                                       | »                   | 1,5                                                          |
| 1900 ..... | 1,46                                                       | »                   | 2,3                                                          |
| 1905 ..... | 2,22                                                       | »                   | 3,6                                                          |
| 1910 ..... | 3,31                                                       | »                   | 5,3                                                          |
| 1913 ..... | 4,16                                                       | »                   | 6,7                                                          |
| 1920 ..... | 12 68                                                      | »                   | 20,3                                                         |
| 1921 ..... | 13,61                                                      | »                   | 21,8                                                         |
| 1922 ..... | 14,56                                                      | »                   | 23,4                                                         |
| 1923 ..... | 14,77                                                      | »                   | 23,7                                                         |
| 1924 ..... | 13,64                                                      | »                   | 21,8                                                         |
| 1925 ..... | 18,41                                                      | »                   | 29,4                                                         |
| 1926 ..... | 19,98                                                      | »                   | 32                                                           |
| 1927 ..... | 21,66                                                      | »                   | 34,7                                                         |
| 1928 ..... | 26,53                                                      | »                   | 42,4                                                         |
| 1929 ..... | 27,58                                                      | »                   | 44,2                                                         |
| 1930 ..... | 26,17                                                      | »                   | 41,9                                                         |
| 1931 ..... | 22,29                                                      | »                   | 35,7                                                         |
| 1932 ..... | 27,03                                                      | »                   | 43,2                                                         |
| 1933 ..... | 24,03                                                      | »                   | 38,4                                                         |
| 1934 ..... | 22,19                                                      | »                   | 35,5                                                         |
| 1935 ..... | 19 63                                                      | »                   | 31,4                                                         |
| 1936 ..... | 21,60                                                      | »                   | 34,6                                                         |
| 1937 ..... | 23,03                                                      | »                   | 36,8 (1)                                                     |
| 1938 ..... | 27,64                                                      | »                   | 44,6 (1)                                                     |
| 1939 ..... | 36,98                                                      | »                   | 59,2                                                         |

(1) Le coefficient 1,6, légèrement insuffisant, ne donne que 44,2 M. Nous avons repris, pour cette année, le chiffre publié par l'I.N.S.E.E.

## ANNEXE N° 8

*Ensemble des banques commerciales : activité métropolitaine.  
Evolution du portefeuille d'effets privés et publics.*

| Années     | Portefeuille<br>des principales<br>banques<br>commerciales | Coefficient          | Portefeuille<br>de l'ensemble<br>des banques<br>commerciales |
|------------|------------------------------------------------------------|----------------------|--------------------------------------------------------------|
| 1890 ..... | 0,84                                                       | 1,34<br>(par défaut) | 1,12                                                         |
| 1895 ..... | 0,94                                                       | »                    | 1,26                                                         |
| 1900 ..... | 1,46                                                       | »                    | 1,95                                                         |
| 1905 ..... | 2,22                                                       | »                    | 2,97                                                         |
| 1910 ..... | 3,31                                                       | »                    | 4,43                                                         |
| 1913 ..... | 4,16                                                       | »                    | 5,57                                                         |
| 1920 ..... | 12,68                                                      | »                    | 17                                                           |
| 1921 ..... | 13,61                                                      | »                    | 18,23                                                        |
| 1922 ..... | 14 56                                                      | »                    | 19,51                                                        |
| 1923 ..... | 14,77                                                      | »                    | 19,79                                                        |
| 1924 ..... | 13,64                                                      | »                    | 18 27                                                        |
| 1925 ..... | 18,41                                                      | »                    | 24,66                                                        |
| 1926 ..... | 19,98                                                      | »                    | 26,77                                                        |
| 1927 ..... | 21,66                                                      | »                    | 29,02                                                        |
| 1928 ..... | 26,53                                                      | »                    | 35,55                                                        |
| 1929 ..... | 27,58                                                      | »                    | 36,95                                                        |
| 1930 ..... | 26,17                                                      | »                    | 35,06                                                        |
| 1931 ..... | 22,29                                                      | »                    | 29,86                                                        |
| 1932 ..... | 27,03                                                      | »                    | 36,22                                                        |
| 1933 ..... | 24,03                                                      | »                    | 32,20                                                        |
| 1934 ..... | 22,19                                                      | »                    | 29,80                                                        |
| 1935 ..... | 19,63                                                      | »                    | 26,30                                                        |
| 1936 ..... | 21,60                                                      | »                    | 28,94                                                        |
| 1937 ..... | 23 03                                                      | »                    | 30,86                                                        |
| 1938 ..... | 27,64                                                      | »                    | 37,2 (1)                                                     |
| 1939 ..... | 36,98                                                      | »                    | 49,55                                                        |

(1) Le coefficient 1,34 ne donne que 37,03 M.

## ANNEXE N° 9

*Ensemble des banques commerciales : activité métropolitaine.  
Evolution des comptes courants débiteurs, des avances et reports.*

| Années     | Comptes courants<br>débiteurs,<br>avances et reports<br>des principales<br>banques commerciales | Coefficient | Comptes courants<br>débiteurs<br>avances et reports<br>de l'ensemble<br>des banques<br>commerciales |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1890 ..... | 0,62                                                                                            | 2           | 1,24                                                                                                |
| 1895 ..... | 0,75                                                                                            | »           | 1,5                                                                                                 |
| 1900 ..... | 1,17                                                                                            | »           | 2,34                                                                                                |
| 1905 ..... | 1,80                                                                                            | »           | 3,60                                                                                                |
| 1910 ..... | 2,65                                                                                            | »           | 5,30                                                                                                |
| 1913 ..... | 3,27                                                                                            | »           | 6,54                                                                                                |
| 1920 ..... | 5,98                                                                                            | »           | 11,96                                                                                               |
| 1921 ..... | 4,97                                                                                            | »           | 9,94                                                                                                |
| 1922 ..... | 4,85                                                                                            | »           | 9,70                                                                                                |
| 1923 ..... | 6,25                                                                                            | »           | 12,50                                                                                               |
| 1924 ..... | 7,22                                                                                            | »           | 14,44                                                                                               |
| 1925 ..... | 8,09                                                                                            | »           | 16,18                                                                                               |
| 1926 ..... | 8,52                                                                                            | »           | 17,04                                                                                               |
| 1927 ..... | 10,17                                                                                           | »           | 20,34                                                                                               |
| 1928 ..... | 14,36                                                                                           | »           | 28,72                                                                                               |
| 1929 ..... | 16,82                                                                                           | »           | 33,64                                                                                               |
| 1930 ..... | 18,24                                                                                           | »           | 36,48                                                                                               |
| 1931 ..... | 14,78                                                                                           | »           | 29,58                                                                                               |
| 1932 ..... | 11,15                                                                                           | »           | 22,30                                                                                               |
| 1933 ..... | 11,94                                                                                           | »           | 23,88                                                                                               |
| 1934 ..... | 11,75                                                                                           | »           | 23,50                                                                                               |
| 1935 ..... | 11,44                                                                                           | »           | 22,48                                                                                               |
| 1936 ..... | 10,74                                                                                           | »           | 21,48                                                                                               |
| 1937 ..... | 10,36                                                                                           | »           | 20,72                                                                                               |
| 1938 ..... | 9,92                                                                                            | »           | 19,84                                                                                               |
| 1939 ..... | 10,60                                                                                           | »           | 21,20                                                                                               |

## ANNEXE N° 10

*Ensemble des banques commerciales :  
activité métropolitaine et extra-métropolitaine.*

*Evolution des comptes courants débiteurs, avances et reports.*

| Années     | Comptes courants<br>débiteurs,<br>avances des principales<br>banques commerciales | Coefficient | Comptes courants<br>débiteurs<br>et<br>avances de l'ensemble<br>des banques<br>commerciales |
|------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1890 ..... | 0,62                                                                              | 1,53        | 0,95                                                                                        |
| 1895 ..... | 0,75                                                                              | »           | 1,15                                                                                        |
| 1900 ..... | 1,17                                                                              | »           | 1,80                                                                                        |
| 1905 ..... | 1 80                                                                              | »           | 2,75                                                                                        |
| 1910 ..... | 2,65                                                                              | »           | 4,1                                                                                         |
| 1913 ..... | 3,27                                                                              | »           | 5                                                                                           |
| 1920 ..... | 5,98                                                                              | »           | 9,2                                                                                         |
| 1921 ..... | 4,97                                                                              | »           | 7,6                                                                                         |
| 1922 ..... | 4,85                                                                              | »           | 7,4                                                                                         |
| 1923 ..... | 6,25                                                                              | »           | 9,6                                                                                         |
| 1924 ..... | 7,22                                                                              | »           | 11,2                                                                                        |
| 1925 ..... | 8,09                                                                              | »           | 12,6                                                                                        |
| 1926 ..... | 8,52                                                                              | »           | 13,1                                                                                        |
| 1927 ..... | 10,17                                                                             | »           | 15,6                                                                                        |
| 1928 ..... | 14,36                                                                             | »           | 22                                                                                          |
| 1929 ..... | 16,82                                                                             | »           | 25,8                                                                                        |
| 1930 ..... | 18,24                                                                             | »           | 27,9                                                                                        |
| 1931 ..... | 14,78                                                                             | »           | 22,6                                                                                        |
| 1932 ..... | 11,15                                                                             | »           | 17                                                                                          |
| 1933 ..... | 11,94                                                                             | »           | 18,1                                                                                        |
| 1934 ..... | 11,75                                                                             | »           | 18                                                                                          |
| 1935 ..... | 11,44                                                                             | »           | 17,3                                                                                        |
| 1936 ..... | 10,74                                                                             | »           | 16,3                                                                                        |
| 1937 ..... | 10,36                                                                             | »           | 15,9                                                                                        |
| 1938 ..... | 9,92                                                                              | »           | 15,2                                                                                        |
| 1939 ..... | 10,60                                                                             | »           | 16,2                                                                                        |

## ANNEXE N° 11

*Banque de France.*  
*Evolution du portefeuille d'effets privés et publics.*  
*Evolution des avances sur titres.*

| Années     | Portefeuille | Avances sur titres |
|------------|--------------|--------------------|
| 1890 ..... | 0,86         | 0,26               |
| 1895 ..... | 0,62         | 0,36               |
| 1900 ..... | 0,75         | 0,50               |
| 1905 ..... | 0,90         | 0,49               |
| 1910 ..... | 1,01         | 0 59               |
| 1913 ..... | 1,52         | 0,74               |
| 1920 ..... | 3,68 (1)     | 2,20               |
| 1921 ..... | 2,34         | 2,27               |
| 1922 ..... | 2,33         | 2,13               |
| 1923 ..... | 3,44         | 2,40               |
| 1924 ..... | 5,24         | 2,93               |
| 1925 ..... | 3,57         | 2,53               |
| 1926 ....  | 4,54         | 2,07               |
| 1927 ..... | 2,22         | 1,67               |
| 1928 ..... | 4,64         | 2,19               |
| 1929 ..... | 8,45         | 2,50               |
| 1930 ..... | 8,44         | 2,87               |
| 1931 ..... | 7,79         | 2,71               |
| 1932 ..... | 3,48         | 2,51               |
| 1933 ..... | 4,32         | 2,91               |
| 1934 ..... | 3,79         | 3,18               |
| 1935 ..... | 9,73         | 3,24               |
| 1936 ..... | 8,90         | 3,50               |
| 1937 ..... | 9,43         | 3,69               |
| 1938 ..... | 9,25 (2)     | 3,63               |
| 1939 ..... | 7,05 (2)     | 3,56               |

(1) Y compris les effets prorogés, de 1920 à 1925, à la suite de la guerre 1914-1918.

(2) A l'exclusion des avances à 30 jours sur effets publics.

## ANNEXE N° 12

*Système bancaire : activité métropolitaine.  
Evolution du portefeuille d'effets privés et publics.*

| Années     | Portefeuille<br>des principales<br>banques<br>commerciales | Portefeuille<br>de la<br>Banque de France | Portefeuille<br>du système bancaire |
|------------|------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------|
| 1890 ..... | 1,12                                                       | 0,87                                      | 1,99                                |
| 1895 ..... | 1,26                                                       | 0 63                                      | 1,89                                |
| 1900 ..... | 1,95                                                       | 0,76                                      | 2,71                                |
| 1905 ..... | 2,97                                                       | 0,90                                      | 3,87                                |
| 1910 ..... | 4,43                                                       | 1,02                                      | 5,45                                |
| 1913 ..... | 5,57                                                       | 1,53                                      | 7,10                                |
| 1920 ..... | 17                                                         | 3,69                                      | 20,69                               |
| 1921 ..... | 18,23                                                      | 2,34                                      | 20,57                               |
| 1922 ..... | 19,51                                                      | 2,33                                      | 21 84                               |
| 1923 ..... | 19,79                                                      | 3,45                                      | 23,24                               |
| 1924 ..... | 18,27                                                      | 5,25                                      | 23,52                               |
| 1925 ..... | 24 66                                                      | 3,58                                      | 28,24                               |
| 1926 ..... | 26,77                                                      | 4,54                                      | 31,31                               |
| 1927 ..... | 29,02                                                      | 2,23                                      | 31,25                               |
| 1928 ..... | 35,55                                                      | 4,65                                      | 39,20                               |
| 1929 ..... | 36,95                                                      | 8,46                                      | 45,41                               |
| 1930 ..... | 35,06                                                      | 8,45                                      | 43,51                               |
| 1931 ..... | 29,86                                                      | 7,80                                      | 37,66                               |
| 1932 ..... | 36,22                                                      | 3 49                                      | 39,71                               |
| 1933 ..... | 32 20                                                      | 4,32                                      | 36,52                               |
| 1934 ..... | 29,80                                                      | 3,80                                      | 33,60                               |
| 1935 ..... | 26,30                                                      | 9,73                                      | 36,03                               |
| 1936 ..... | 28 94                                                      | 8,9                                       | 37,84                               |
| 1937 ..... | 30,86                                                      | 9,44                                      | 40,30                               |
| 1938 ..... | 37,2                                                       | 9,26                                      | 46 40                               |
| 1939 ..... | 49 55                                                      | 7,05                                      | 56,60                               |

## ANNEXE N° 13

*Système bancaire : activité métropolitaine.  
Evolution du portefeuille d'effets privés.*

| Années     | Portefeuille<br>d'effets privés<br>et publics<br>du système<br>bancaire | Pourcentage<br>d'effets<br>privés | Portefeuille<br>d'effets privés<br>du système<br>bancaire | Portefeuille<br>d'effets publics<br>du système<br>bancaire |
|------------|-------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| 1890 ..... | 1,99                                                                    | 100 %                             | 1,99                                                      | p. m.                                                      |
| 1895 ..... | 1,89                                                                    | 100 %                             | 1,89                                                      | p. m.                                                      |
| 1900 ..... | 2,71                                                                    | 100 %                             | 2,71                                                      | p. m.                                                      |
| 1905 ..... | 3,87                                                                    | 100 %                             | 3,87                                                      | p. m.                                                      |
| 1910 ..... | 5,45                                                                    | 100 %                             | 5,45                                                      | p. m.                                                      |
| 1913 ..... | 7,10                                                                    | 98 %                              | 6,9                                                       | 0,20                                                       |
| 1920 ..... | 20,69                                                                   | 38 %                              | 8                                                         | 12,6                                                       |
| 1921 ..... | 20,57                                                                   | 34 %                              | 7                                                         | 13,5                                                       |
| 1922 ..... | 21,84                                                                   | 36 %                              | 8                                                         | 13,8                                                       |
| 1923 ..... | 23,24                                                                   | 38 %                              | 9                                                         | 14,2                                                       |
| 1924 ..... | 23,52                                                                   | 40 %                              | 9,5                                                       | 14                                                         |
| 1925 ..... | 28,24                                                                   | 49 %                              | 14                                                        | 14,2                                                       |
| 1926 ..... | 31,33                                                                   | 54 %                              | 17                                                        | 14,3                                                       |
| 1927 ..... | 31,25                                                                   | 54 %                              | 17                                                        | 14,2                                                       |
| 1928 ..... | 39,20                                                                   | 68 %                              | 27                                                        | 12,2                                                       |
| 1929 ..... | 45,41                                                                   | 76 %                              | 35                                                        | 10,4                                                       |
| 1930 ..... | 43,51                                                                   | 75 %                              | 33                                                        | 10,5                                                       |
| 1931 ..... | 37,66                                                                   | 77 %                              | 29                                                        | 8,6                                                        |
| 1932 ..... | 39,71                                                                   | 65 %                              | 26                                                        | 13,7                                                       |
| 1933 ..... | 36,52                                                                   | 63 %                              | 23                                                        | 13,5                                                       |
| 1934 ..... | 33,60                                                                   | 59 %                              | 20                                                        | 13,6                                                       |
| 1935 ..... | 36,03                                                                   | 55 %                              | 20                                                        | 16                                                         |
| 1936 ..... | 37,84                                                                   | 66 %                              | 25                                                        | 12,8                                                       |
| 1937 ..... | 40,30                                                                   | 74 %                              | 30                                                        | 10,3                                                       |
| 1938 ..... | 46,4                                                                    | 74 %                              | 34,2                                                      | 12,2                                                       |
| 1939 ..... | 56,6                                                                    |                                   |                                                           |                                                            |

## ANNEXE N° 14

*Système bancaire : activité métropolitaine.  
Evolution des comptes courants débiteurs,  
avances avec ou sans garanties.*

| Années     | Ensemble<br>des banques<br>commerciales | Banque de France | Système bancaire |
|------------|-----------------------------------------|------------------|------------------|
| 1890 ..... | 0,95                                    | 0,26             | 1,21             |
| 1895 ..... | 1,15                                    | 0,37             | 1,52             |
| 1900 ..... | 1,80                                    | 0 51             | 2,31             |
| 1905 ..... | 2,75                                    | 0,50             | 3,25             |
| 1910 ..... | 4,1                                     | 0,60             | 4,70             |
| 1913 ..... | 5                                       | 0,74             | 5,74             |
| 1920 ..... | 9,2                                     | 2,20             | 11,4             |
| 1921 ..... | 9,2                                     | 2,28             | 9,9              |
| 1922 ..... | 7,6                                     | 2,13             | 9,5              |
| 1923 ..... | 7 4                                     | 2,40             | 12               |
| 1924 ..... | 9,6                                     | 2,93             | 14               |
| 1925 ..... | 11,2                                    | 2,54             | 15,1             |
| 1926 ..... | 12,6                                    | 2,08             | 15,2             |
| 1927 ..... | 13,1                                    | 1,68             | 17,3             |
| 1928 ..... | 15,6                                    | 2,19             | 24,2             |
| 1929 ..... | 22                                      | 2,51             | 28,3             |
| 1930 ..... | 25,8                                    | 2 87             | 30,8             |
| 1931 ..... | 27,9                                    | 2,72             | 25,3             |
| 1932 ..... | 17                                      | 2,52             | 19,5             |
| 1933 ..... | 18,1                                    | 2,91             | 21               |
| 1934 ..... | 18                                      | 3,18             | 21,2             |
| 1935 ..... | 17,3                                    | 3,25             | 20 5             |
| 1936 ..... | 16,3                                    | 3,51             | 19,8             |
| 1937 ..... | 15,9                                    | 3,69             | 19,6             |
| 1938 ..... | 15,2                                    | 3,64             | 18,8             |
| 1939 ..... | 16,2                                    | 3,56             | 19,7             |

## ANNEXE N° 15

*Système bancaire : activité métropolitaine.  
Evolution des crédits à court terme  
distribués aux entreprises métropolitaines de 1890 à 1938.*

| Années     | Portefeuille<br>commercial<br>du système bancaire | Comptes courants<br>débiteurs et avances<br>du système bancaire | Total des crédits<br>à court terme<br>consentis<br>aux entreprises |
|------------|---------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| 1890 ..... | 1,99                                              | 1,21                                                            | 3,2                                                                |
| 1895 ..... | 1,89                                              | 1,52                                                            | 3,4                                                                |
| 1900 ..... | 2,71                                              | 2,31                                                            | 5                                                                  |
| 1905 ..... | 3,87                                              | 3 25                                                            | 7,1                                                                |
| 1910 ..... | 5,45                                              | 4,70                                                            | 10,1                                                               |
| 1913 ..... | 6,9                                               | 5,74                                                            | 12,6                                                               |
| 1920 ..... | 8                                                 | 11,4                                                            | 19,4                                                               |
| 1921 ..... | 7                                                 | 9,9                                                             | 16,9                                                               |
| 1922 ..... | 8                                                 | 9,5                                                             | 17,5                                                               |
| 1923 ..... | 9                                                 | 12                                                              | 21                                                                 |
| 1924 ..... | 9,5                                               | 14                                                              | 23,5                                                               |
| 1925 ..... | 14                                                | 15,1                                                            | 29,1                                                               |
| 1926 ..... | 17                                                | 15,2                                                            | 32,2                                                               |
| 1927 ..... | 17                                                | 17,3                                                            | 34,3                                                               |
| 1928 ..... | 27                                                | 24,2                                                            | 51,2                                                               |
| 1929 ..... | 35                                                | 28,3                                                            | 63,3                                                               |
| 1930 ..... | 33                                                | 30,8                                                            | 63,8                                                               |
| 1931 ..... | 29                                                | 25,3                                                            | 54,3                                                               |
| 1932 ..... | 26                                                | 19,5                                                            | 45,5                                                               |
| 1933 ..... | 23                                                | 21                                                              | 44                                                                 |
| 1934 ..... | 20                                                | 21,2                                                            | 41,2                                                               |
| 1935 ..... | 20                                                | 20 5                                                            | 40,5                                                               |
| 1936 ..... | 25                                                | 19,8                                                            | 44,8                                                               |
| 1937 ..... | 30                                                | 19,6                                                            | 49,6                                                               |
| 1938 ..... | 34,2                                              | 18,8                                                            | 53                                                                 |
| 1939 ..... | ?                                                 | 19,7                                                            |                                                                    |

## ANNEXE N° 16

*Système bancaire : activité métropolitaine.**Evolution des crédits à court terme distribués aux entreprises de 1945 à 1958.*

En milliards de francs courants.

| Années | Portefeuille d'effets<br>à court terme |                     |       | Comptes courants débiteurs<br>et avances |                     |       | Total<br>général<br>(1) |
|--------|----------------------------------------|---------------------|-------|------------------------------------------|---------------------|-------|-------------------------|
|        | Banques                                | Banque<br>de France | Total | Banques                                  | Banque<br>de France | Total |                         |
| 1945.. | 64                                     | 13                  | 77    | 36                                       | 4                   | 40    | 117                     |
| 1946.. | 142                                    | 51                  | 193   | 92                                       | 5                   | 97    | 290                     |
| 1947.. | 214                                    | 84                  | 298   | 116                                      | 5                   | 121   | 419                     |
| 1948.. | 409                                    | 187                 | 596   | 155                                      | 5                   | 160   | 756                     |
| 1949.. | 598                                    | 246                 | 844   | 178                                      | 6                   | 184   | 1.028                   |
| 1950.. | 711                                    | 312                 | 1.023 | 185                                      | 6                   | 191   | 1.214                   |
| 1951.. | 852                                    | 606                 | 1.458 | 229                                      | 8                   | 237   | 1.695                   |
| 1952.. | 921                                    | 621                 | 1.542 | 299                                      | 10                  | 309   | 1.851                   |
| 1953.. | 1.013                                  | 632                 | 1.645 | 330                                      | 10                  | 340   | 1.985                   |
| 1954.. | 1.161                                  | 606                 | 1.767 | 409                                      | 11                  | 420   | 2.187                   |
| 1955.. | 1.334                                  | 634                 | 1.968 | 483                                      | 9                   | 492   | 2.460                   |
| 1956.. | 1.519                                  | 790                 | 2.309 | 593                                      | 11                  | 604   | 2.913                   |
| 1957.. | 2.009                                  | 610                 | 2.619 | 526                                      | 11                  | 537   | 3.156                   |
| 1958.. | 2.026                                  | 638                 | 2.664 | 602                                      | 10                  | 612   | 3.276                   |

(1) Y compris les crédits aux entreprises sarroises à partir de 1949.

1949 : 25 M.

1950 : 31 M.

1951 : 40 M.

1952 : 47 M.

1953 : 58 M.

1954 : 63 M.

1955 : 70 M.

1956 : 65 M.

1957 : 78 M.

1958 : 89 M.

Les chiffres rectifiés pour les années 1949 à 1955 n'ont pas été publiés.

## ANNEXE N° 17

*Association Financière pour le Commerce et l'Industrie.*

En millions de francs courants.

| Années     | Portefeuille<br>non bancable<br>(1) | Débiteurs<br>à long terme | Avances<br>garanties | Total |
|------------|-------------------------------------|---------------------------|----------------------|-------|
| 1919 ..... | 3,18                                | 0,003                     |                      | 3,2   |
| 1920 ..... | 0,20                                | 13,06                     |                      | 13,2  |
| 1921 ..... | 2,62                                | 12,27                     |                      | 14,9  |
| 1922 ..... | 1,15                                | 9,78                      |                      | 10,9  |
| 1923 ..... | 1,02                                | 7,28                      |                      | 8,3   |
| 1924 ..... | 2,66                                | 7,28                      | 3,05                 | 13    |
| 1925 ..... | 3,51                                | 7,88                      | 2,76                 | 14,1  |
| 1926 ..... | 3,05                                | 8,67                      | 1,13                 | 12,9  |
| 1927 ..... | 5,16                                | 7,33                      | 1,42                 | 13,9  |
| 1928 ..... | 7,57                                | 7,99                      | 0,40                 | 16    |
| 1929 ..... | 11,17                               | 10,16                     | 0,95                 | 22,3  |
| 1930 ..... | 9,00                                | 9 08                      | 2,84                 | 20,9  |
| 1931 ..... | 7,19                                | 9,57                      | 4,27                 | 21    |
| 1932 ..... | 6,40                                | 9,82                      | 9,92                 | 26,1  |
| 1933 ..... | 6,30                                | 7,81                      | 11,54                | 25,7  |
| 1934 ..... | 3,48                                | 6,48                      | 9,37                 | 19,3  |
| 1935 ..... | 4 05                                | 5,08                      | 14,82                | 24    |
| 1936 ..... | 4,65                                | 2,72                      | 16,97                | 24,4  |
| 1937 ..... | 5,30                                | 1,68                      | 17,78                | 24,5  |
| 1938 ..... | 7,46                                | 1,34                      | 15,18                | 24    |
| 1939 ..... | 4,59                                | 1,25                      | 15,08                | 21    |

(1) Nous n'avons pas repris le portefeuille escomptable présenté séparément.  
Il a varié entre 2 et 5 millions.

## ANNEXE N° 18

*Union pour le Crédit à l'Industrie Nationale (U.C.I.N.A.).*

En millions de francs courants.

| Années     | Effets<br>en portefeuille<br>(1) | Effets circulant<br>sous notre endos<br>(2) | Débiteurs<br>divers | Total |
|------------|----------------------------------|---------------------------------------------|---------------------|-------|
| 1920 ..... | 2,6 (3)                          |                                             | 0,09                | 2,7   |
| 1921 ..... | 3,97 (4)                         |                                             | 0,007               | 4     |
| 1922 ..... | 9 57                             | 9,14 (5)                                    | 0,009               | 18,7  |
| 1923 ..... | 11,63                            | 16,63 (5)                                   | 0                   | 28,3  |
| 1924 ..... | 13,96                            | 42,77                                       | 0,57                | 57,3  |
| 1925 ..... | 32,13                            | 43,72                                       | 0,49                | 76,4  |
| 1926 ..... | 16,59                            | 58,82                                       | 0,28                | 75,7  |
| 1927 ..... | 42,45                            | 16,79                                       | 2,04                | 61,3  |
| 1928 ..... | 25,64                            | 51,43                                       | 20,95               | 98    |
| 1929 ..... | 78                               | 108,98                                      | 78,62               | 265,6 |
| 1930 ..... | 40,40                            | 319,24                                      | 215,40              | 575   |
| 1931 ..... | 43,90                            | 100,36                                      | 295,94              | 440 2 |
| 1932 ..... | 47,13                            | 45,157                                      | 286,95              | 379,2 |
| 1933 ..... | 34,77                            | 30,17                                       | 255,67              | 320,6 |
| 1934 ..... | 29,26                            | 42,37                                       | 189 82              | 261,5 |
| 1935 ..... | 18,35                            | 57,44                                       | 88,58               | 164,4 |
| 1936 ..... | 4,65                             | 83,80                                       | 73,23               | 161,7 |
| 1937 ..... | 22,70                            | 51 95                                       | 68,79               | 143,5 |
| 1938 ..... | 32,91                            | 33,99                                       | 59,10               | 125,9 |
| 1939 ..... |                                  |                                             |                     |       |
| (au 31-8)  | 26 68                            | 39,50                                       | 61,17               | 127,4 |

(1) Y compris les effets bancables (à court terme, qui sont peu importants d'ailleurs : 1930 : 15,7 millions, 1931 : 10 millions, etc.

(2) Effets réescomptés auprès du Crédit Lyonnais et du Comptoir National d'Escompte.

(3) Effets : 8,6 millions dont 6 millions de Bons du Trésor.

(4) Effets : 9,025 millions dont 5,050 millions de Bons du Trésor.

(5) Montant maximum escompté au cours de l'année. La situation au 31 décembre n'est pas indiquée.

| Années      | Effets<br>en portefeuille | Effets<br>circulant<br>sous<br>notre endos (1) | Comptes<br>courants | Avances<br>garanties |
|-------------|---------------------------|------------------------------------------------|---------------------|----------------------|
| 1945 (2) .. | 6,91                      | 322,56                                         | 79,05               | 16,98                |
| 1946 .....  | 16 29                     | 1.328,69                                       | 161 34              | 149,72               |
| 1947 .....  | 96,80                     | 1.811,34                                       | 91,21               | 59,18                |
| 1948 .....  | 184,30                    | 2.061,53                                       | 81,79               | 70 19                |
| 1949 .....  | 337,6                     | 2.808                                          | 67,4                | 52,8                 |
| 1950 .....  | 455 6                     | 3.099                                          | 48,3                | 60,8                 |
| 1951 .....  | 437,8                     | 3.420                                          | 31,6                | 73,3                 |
| 1952 .....  | 426,4                     | 6.310                                          | 9,3                 | 92,8                 |
| 1953 .....  | 472,4                     | 5.557                                          | 34,5                | 68,1                 |
| 1954 .....  | 566,2                     | 5.351                                          | 36,9                | 26,9                 |
| 1955 .....  | 622,2                     | 5.029                                          | 10,6                | 18,1                 |
| 1956 .....  | 564,8                     | 5.707                                          | 26,7                | 46,4                 |

(1) Effets réescomptés.

(2) A partir de 1945, les postes sont présentés suivant le bilan normalisé imposé aux banques.

## ANNEXE N° 19

*Société Auxiliaire de Gestion et d'Avances.*

En millions de francs courants.

| Années     | Portefeuille | Comptes courants<br>débiteurs | Total |
|------------|--------------|-------------------------------|-------|
| 1926 ..... | 2,91         | 0,004                         | 2,9   |
| 1927 ..... | 4,36         | 0 52                          | 4,9   |
| 1928 ..... | 14,77        | 0,008                         | 14 8  |
| 1929 ..... | 19,14        | 0,69                          | 19,8  |
| 1930 ..... | 28 38        | 2,25                          | 30,6  |
| 1931 ..... | 34,97        | 3,64                          | 38,6  |
| 1932 ..... | 20,62        | 7,64                          | 28,3  |
| 1933 ..... | 32,58        | 5,94                          | 38,5  |
| 1934 ..... | 25,17        | 7,69                          | 32,9  |
| 1935 ..... | 23,44        | 4,59                          | 28    |
| 1936 ..... | 22,17        | 7,57                          | 29,8  |
| 1937 ..... | 23           | 6,80                          | 29,8  |
| 1938 ..... | 13,30        | 4,63                          | 17,9  |
| 1939 ..... | 13,40        | 5,63                          | 19    |

## ANNEXE N° 20

*Union Bancaire du Nord.*

En millions de francs courants.

| Années          | Portefeuille<br>d'effets<br>à moyen terme | Prêts<br>à long terme | Total |
|-----------------|-------------------------------------------|-----------------------|-------|
| 1928-1929 ..... | 12,41                                     | 22,95                 | 35,4  |
| 1930 .....      | 16,47                                     | 37,70                 | 54,2  |
| 1931 .....      | 23,68                                     | 49,01                 | 72,7  |
| 1932 .....      | 21 65                                     | 48,71                 | 70,4  |
| 1933 .....      | 11,63                                     | 46,96                 | 58,6  |
| 1934 .....      | 9,98                                      | 49,35                 | 59,3  |
| 1935 .....      | 8,99                                      | 44 62                 | 53,6  |
| 1936 .....      | 8,51                                      | 39,58                 | 48    |
| 1937 .....      | 9,16                                      | 32,10                 | 41,3  |
| 1938 .....      | 6,67                                      | 26,79                 | 33,5  |
| 1939 .....      | 4,49                                      | 21,21                 | 25,7  |

N.B. — Il existe un poste « débiteurs divers » comptabilisant les opérations temporaires (créances bancables) que nous n'avons pas relevées.

## ANNEXE N° 21

*Société Anonyme de Crédit à l'Industrie.*

En millions de francs courants.

| Années     | Portefeuille | Comptes courants<br>débiteurs | Total |
|------------|--------------|-------------------------------|-------|
| 1929 ..... | 83,05        | 35,58                         | 118,6 |
| 1930 ..... | 168 98       | 110,61                        | 279,6 |
| 1931 ..... | 171,50       | 133,11                        | 304,6 |
| 1932 ..... | 143,34       | 133,41                        | 276,9 |
| 1933 ..... | 92           | 107,47                        | 199,5 |
| 1934 ..... | 71,69        | 107,78                        | 179,5 |
| 1935 ..... | 50,71        | 76,29                         | 127   |
| 1936 ..... | 49,76        | 53,13                         | 102,9 |
| 1937 ..... | 32,67        | 56,06                         | 88,7  |
| 1938 ..... | 46,98        | 58,73                         | 105,7 |
| 1939 ..... | 66,04        | 63,09                         | 129 1 |

## ANNEXE N° 22

*Union des Banques Régionales.*

En millions de francs courants.

| Années          | Portefeuille<br>d'effets | Dont effets<br>réescomptés (1) | Avances | Total |
|-----------------|--------------------------|--------------------------------|---------|-------|
| 1929-1930 ..... | 58,49                    | 3,48                           | 34,51   | 93    |
| 1931 .....      | 52 52                    | 2,70                           | 48,91   | 101,4 |
| 1932 .....      | 54,85                    | 2,65                           | 47,47   | 102,3 |
| 1933 .....      | 47,64                    | 2 11                           | 52,93   | 100,6 |
| 1934 .....      | 40,24                    | 1,76                           | 51,65   | 91,9  |
| 1935 .....      | 32,98                    | 1,15                           | 46,57   | 79,6  |
| 1936 .....      | 33,46                    | 1,33                           | 45,50   | 79    |
| 1937 .....      | 34,45                    | 2,06                           | 42 92   | 77,4  |
| 1938 .....      | 50,07                    | 3,72                           | 39,97   | 90    |
| 1939 .....      | 41,48                    | 2,42                           | 48,05   | 89,6  |

(1) Leur montant figure à un poste du passif.

## ANNEXE N° 23

*Omnium Financier pour l'Industrie Nationale (O.F.I.N.A.).*

En millions de francs courants.

| Années     | Effets | Comptes courants<br>débiteurs | Total |
|------------|--------|-------------------------------|-------|
| 1930 ..... |        | 43,94                         | 43,9  |
| 1931 ..... |        | 66,15                         | 66,1  |
| 1932 ..... |        | 84,52                         | 84,5  |
| 1933 ..... |        | 83,88                         | 83,8  |
| 1934 ..... | 0,012  | 74,61                         | 74,6  |
| 1935 ..... | 0,072  | 72 59                         | 72,6  |
| 1936 ..... |        | 70,74                         | 70,7  |
| 1937 ..... |        | 57,95                         | 57,9  |
| 1938 ..... |        | 52                            | 52,7  |
| 1939 ..... |        | 61,64                         | 61,6  |

## ANNEXE N° 24

*Evolution des crédits à moyen terme  
distribués aux entreprises par les banques privées spécialisées  
de 1919 à 1939.*

En millions de francs courants.

|          | Asso-<br>cia-<br>tion<br>finan-<br>cière<br>pour<br>le com-<br>merce<br>et<br>l'indus-<br>trie | U.C.I.<br>N.A. | Société<br>auxi-<br>liaire<br>de<br>gestion<br>et<br>d'avan-<br>ces | C.A.L.<br>I.F. | U.B.N. | U.B.R. | O.F.I.<br>N.A. | Total  |
|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|---------------------------------------------------------------------|----------------|--------|--------|----------------|--------|
| 1919.... | 3,2                                                                                            |                |                                                                     |                |        |        |                | 3,2    |
| 1920.... | 13 2                                                                                           | 2,7            |                                                                     |                |        |        |                | 15,9   |
| 1921.... | 14,9                                                                                           | 4              |                                                                     |                |        |        |                | 18,9   |
| 1922.... | 10,9                                                                                           | 18,7           |                                                                     |                |        |        |                | 29,6   |
| 1923.... | 8,3                                                                                            | 28,3           |                                                                     |                |        |        |                | 36,5   |
| 1924.... | 13                                                                                             | 57,3           |                                                                     |                |        |        |                | 70,3   |
| 1925.... | 14,1                                                                                           | 76,4           |                                                                     |                |        |        |                | 90,5   |
| 1926.... | 12,9                                                                                           | 75,7           | 2,9                                                                 |                |        |        |                | 91,5   |
| 1927.... | 13,9                                                                                           | 61,3           | 4,9                                                                 |                |        |        |                | 80,1   |
| 1928.... | 16                                                                                             | 98             | 14,8                                                                |                |        |        |                | 128,8  |
| 1929.... | 22,3                                                                                           | 265,6          | 19,8                                                                | 118 6          | 35,4   |        |                | 461,7  |
| 1930.... | 20,9                                                                                           | 575            | 30,6                                                                | 279,6          | 54,2   | 93     | 43,9           | 1097 2 |
| 1931.... | 21                                                                                             | 440,2          | 38,6                                                                | 304,6          | 72,7   | 101,4  | 66,1           | 1044,6 |
| 1932.... | 26,1                                                                                           | 379,2          | 28,3                                                                | 276,9          | 70,4   | 102,3  | 84,5           | 967,7  |
| 1933.... | 25,7                                                                                           | 320,6          | 38 5                                                                | 199,5          | 58,6   | 100,6  | 83,8           | 837,3  |
| 1934.... | 19,3                                                                                           | 261,5          | 32,9                                                                | 179,5          | 59,3   | 91,9   | 74,6           | 719    |
| 1935.... | 24                                                                                             | 164 4          | 28                                                                  | 127            | 53 6   | 79,6   | 72 6           | 549,2  |
| 1936.... | 24,4                                                                                           | 161,7          | 29,8                                                                | 102,9          | 48     | 79     | 70,7           | 550,1  |
| 1937.... | 24 5                                                                                           | 143,7          | 29,8                                                                | 88,7           | 41,3   | 77,4   | 57,9           | 463,3  |
| 1938.... | 24                                                                                             | 125,9          | 17,9                                                                | 105,7          | 33,5   | 90     | 52,7           | 473,4  |
| 1939.... | 21                                                                                             | 127,4          | 19                                                                  | 129,1          | 25,7   | 89,6   | 61,6           | 449,7  |

## ANNEXE N° 25

*Evolution de l'indice des prix de gros agricoles et industriels.  
Base 100 en 1938.*

| Années        | Indice | Coefficient<br>de conversion |
|---------------|--------|------------------------------|
| 1890 .....    | 13     | 7,7                          |
| 1895 .....    | 11     | 9                            |
| 1900 .....    | 13     | 7,7                          |
| 1905 .....    | 14     | 7,1                          |
| 1910 .....    | 15     | 6,6                          |
| 1913 .....    | 16     | 6,3                          |
| 1900-13 ..... |        | 7                            |
| 1920 .....    | 81     | 1,2                          |
| 1929 .....    | 96     | 1                            |
| 1930 .....    | 85     | 1,2                          |
| 1932 .....    | 64     | 1,6                          |
| 1938 .....    | 100    | 1                            |
| 1945 .....    | 375    | 0 27                         |
| 1946 .....    | 648    | 0,15                         |
| 1947 .....    | 989    | 0,10                         |
| 1948 .....    | 1712   | 0,06                         |
| 1949 .....    | 1917   | 0,05                         |
| 1950 .....    | 2166   | 0,05                         |
| 1951 .....    | 2651   | 0,04                         |
| 1952 .....    | 2778   | 0,04                         |
| 1953 .....    | 2651   | 0,04                         |
| 1954 .....    | 2605   | 0,04                         |
| 1955 .....    | 2601   | 0,04                         |
| 1956 .....    | 2714   | 0,04                         |
| 1957 .....    | 2869   | 0,035                        |
| 1958 .....    | 3201   | 0,031                        |

Sources : Indices de l'I.N.S.E.E. ramenés à la base 100 en 1938.

1890-1913 : 45 articles (base 100 en 1901-1910).

1913-1938 : 126 articles (base 100 en 1913).

1938-1949 : 135 articles (base 100 en 1938).

1949-1957 : 500 articles (base 100 en 1949).

## PLAN DES ANNEXES

## A. — CRÉDITS A COURT TERME.

*Evolution des crédits à court terme distribués par le système bancaire.*

1. Grandes banques de dépôts : activité métropolitaine et extra-métropolitaine.  
Evolution du portefeuille d'effets privés et publics.
2. Grandes banques de dépôts : activité métropolitaine et extra-métropolitaine.  
Evolution des comptes courants débiteurs.  
Evolution des avances avec ou sans garanties et des reports.  
Evolution du total.
3. Grandes banques d'affaires : activité métropolitaine et extra-métropolitaine.  
Evolution du portefeuille d'effets privés et publics.
4. Grandes banques d'affaires : activité métropolitaine et extra-métropolitaine.  
Evolution des comptes courants débiteurs.  
Evolution des avances avec ou sans garanties.  
Evolution du total.
5. Principales banques commerciales : activité métropolitaine et extra-métropolitaine.  
Evolution du portefeuille d'effets privés et publics.
6. Principales banques commerciales : activité métropolitaine et extra-métropolitaine.  
Evolution des comptes courants débiteurs.  
Evolution des avances avec ou sans garanties et des reports.  
Evolution du total.
7. Ensemble des banques commerciales : activité métropolitaine et extra-métropolitaine.  
Evolution du portefeuille d'effets privés et publics.
8. Ensemble des banques commerciales : activité métropolitaine.  
Evolution du portefeuille d'effets privés et publics.
9. Ensemble des banques commerciales : activité métropolitaine et extra-métropolitaine.  
Evolution des comptes courants débiteurs, des avances et reports.
10. Ensemble des banques commerciales : activité métropolitaine.  
Evolution des comptes courants débiteurs, des avances et reports.
11. Banque de France.  
Evolution du portefeuille d'effets privés et publics.  
Evolution des avances sur titres.
12. Système bancaire : activité métropolitaine.  
Evolution du portefeuille d'effets privés et publics.
13. Système bancaire : activité métropolitaine.  
Evolution du portefeuille d'effets privés.  
Evolution du portefeuille d'effets publics.
14. Système bancaire : activité métropolitaine.  
Evolution des comptes courants débiteurs, avances avec ou sans garanties.
15. Système bancaire : activité métropolitaine.  
Evolution des crédits à court terme distribués aux entreprises (1890-1938).
16. Système bancaire : activité métropolitaine.  
Evolution des crédits à court terme distribués aux entreprises (1945-1959).

## B. — CRÉDITS A MOYEN TERME.

*Evolution des crédits à moyen terme distribués aux entreprises par les banques privées spécialisées de 1919 à 1939.*

17. Association Financière pour le Commerce et l'Industrie.
18. Union pour le Crédit à l'Industrie Nationale.
19. Société Auxiliaire de Gestion et d'Avances.
20. Union Bancaire du Nord.
21. Société Anonyme de Crédit à l'Industrie.
22. Union des Banques Régionales.
23. Omnium financier pour l'Industrie Nationale.
24. Evolution des crédits à moyen terme distribués aux entreprises par les banques privées spécialisées de 1919 à 1939.

## C. — INDICE DES PRIX.

25. Evolution de l'indice des prix de gros agricoles et industriels.

## LISTE DES TABLEAUX

- Tableau I : Evolution de l'encours des crédits à court terme distribués aux entreprises par le système bancaire.
- Tableau II : Evolution quantitative du financement à court terme des entreprises.
- Tableau III : Evolution structurelle des crédits à court terme distribués aux entreprises selon leur financement.
- Tableau IV : Evolution structurelle des crédits à court terme distribués aux entreprises selon leurs formes.
- Tableau V : Evolution de l'encours des prêts du Crédit national aux entreprises.
- Tableau VI : Evolution de l'encours des principaux prêts des Caisses de crédit agricole aux exploitations rurales.
- Tableau VII : Evolution de l'encours des prêts de la C.D.C. pour l'achat de biens d'équipement.
- Tableau VIII : Evolution de l'encours des prêts mobilisables à l'équipement, accordés aux entreprises et financés par les organismes spécialisés.
- Tableau IX : Evolution de l'encours des crédits à moyen terme distribués par les banques privées spécialisées.
- Tableau X : Evolution de l'encours des crédits à moyen terme accordés aux entreprises et financés par le système bancaire.
- Tableau XI : Evolution des apports nets de l'épargne nationale sur le marché financier.
- Tableau XII : Compte de capital simplifié de la Nation (moyenne 1900-1913).
- Tableau XIII : Des « revenus nets non distribués des sociétés » aux « profits non répartis des sociétés ».
- Tableau XIV : Evolution du financement interne des entreprises
- Tableau XV : Evolution du taux de rétention des profits par les sociétés.
- Tableau XVI : Des bénéfices aux profits non distribués.
- Tableau XVII : Evolution des principaux moyens de financement des entreprises : les valeurs absolues.
- Tableau XVIII : Evolution des principaux moyens de financement des entreprises : les indices.
- Tableau XIX : Evolution de la contribution des sociétés à la formation de l'épargne nationale.
- Tableau XX : Evolution des investissements nets des entreprises.



## BIBLIOGRAPHIE

---

### I. — DOCUMENTS RELATIFS A LA PÉRIODE 1890-1938.

#### A) Etudes contemporaines.

*Bulletin mensuel de statistiques et de législation comparée.* Ministère des Finances.

COLSON (C.) : *Traité d'économie politique.* Tome III.

LEROY-BEAULIEU : *Traité théorique et pratique d'économie politique.* Paris, 1905.

— *L'économiste français* du 7 et 21 mai 1910.

LESCURE (J.) : *L'épargne en France.* Paris, 1936.

*Moniteur des Intérêts Matériels de Bruxelles (Le).*

NEYMARCK : *Journal de la Société de Statistiques de Paris.* 1906.

PUPIN (R.) : *La richesse de la France devant la guerre,* Paris, 1916.

— *L'épargne en France et ses placements dans la période d'avant-guerre.* *Journal de la Société de Statistiques de Paris,* 1919, p. 246.

— *Richesse privée et Finances françaises de l'avant-guerre à l'après-guerre.* Paris, 1919.

RAFFALOVITCH : *L'année financière,* 1890.

ULMER (G.) : *Les émissions de valeurs mobilières et l'épargne en France.* S.G.F., Tome XVIII, p, 295.

Crédit Lyonnais : *Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.*

Société Générale pour favoriser le Commerce et l'Industrie : *Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.*

Comptoir National d'Escompte : *Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.*

Banque Nationale pour le Commerce et de l'Industrie : *Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.*

Crédit Commercial de France : *Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.*

Crédit Industriel et Commercial : *Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.*

Crédit Mobilier : *Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.*

Banque de Paris et des Pays-Bas : *Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.*

- Union Parisienne : Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.
- Banque Française pour le Commerce et l'Industrie : Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.
- Association Financière pour le Commerce et l'Industrie : Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.
- Union pour le Crédit à l'Industrie Nationale : Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.
- Société Auxiliaire de Gestion et d'Avances : Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.
- Société Anonyme de Crédit à l'Industrie : Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.
- Union Bancaire du Nord : Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.
- Union des Banques Régionales : Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.
- Omnium Financier pour l'Industrie Nationale : Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.
- Crédit National : Rapports annuels à l'assemblée générale des actionnaires.
- Rapport annuel sur l'activité du Crédit Agricole Mutuel présenté au Président de la République.
- Rapport annuel de la Caisse Nationale et des Caisses Régionales de Crédit Agricole Mutuel.
- Rapport annuel de la Caisse des Dépôts et Consignations.
- Revue d'Economie politique.
- Bulletins de la Statistique générale de la France.*

#### B) Etudes rétrospectives.

- CLARCK (C.) : The conditions of Economic progress.
- FOHLEN (G.) : Une affaire de famille au XIX<sup>e</sup> siècle : Méquillet-Noblot.
- GRANGÉ (M.) : L'autofinancement des entreprises. Thèse, Paris, 1953.
- LUTFALLA (G.) : Le marché financier, Rapport présenté au Conseil économique. J.O., 14 novembre 1952, n° 18.
- MALISSEN (M.) : L'autofinancement des sociétés en France et aux Etats-Unis. Dalloz. Paris, 1953.
- MARCEWSKI : La croissance du revenu national français depuis 1870. Cahiers de l'I.S.E.A., fascicule 7, série D.
- MARQUIS (P.) : Des « excédents comptables » des sociétés à l'autofinancement. Etudes et conjoncture. E.F., Nos 6-7-8, 1948.
- MOREAU-NÉRET (O.) : Les valeurs mobilières.
- Commissariat général du plan de modernisation et d'équipement : Le revenu national en 1938.
- Comptes économiques de l'année 1938. Statistiques et études financières. Supplément. N° 101, mai 1957.
- Congrès international pour l'étude des problèmes de l'épargne. Tomes I, II et III. Imprimerie nationale, Paris, 1957.
- Rapport sur les structures permanentes de l'économie française. Statistiques et études financières. Supplément, Finances françaises. N° 18, 1953.
- Supplément rétrospectif 1926-1955. Statistiques et études financières. Supplément. N° 123, 1955.

#### II. — DOCUMENTS RELATIFS A LA PÉRIODE 1945-1958.

- BLOCH-LAINÉ (F.) : Finances publiques, cours professé à l'Institut d'études politiques de Paris. 1956-1957. Tome II.
- DIVISIA, DUPIN, ROY : A la recherche du franc perdu. Tome III, Fortune de la France.

JEANNENEY (J.-M.) : Forces et faiblesses de l'économie française. Colin, 1957.

Annuaire statistique de l'I.N.S.E.E.

*Bulletin mensuel de l'I.N.S.E.E.*

Rapports de la direction de coordination économique des entreprises publiques.

Rapports de la commission de vérification des comptes des entreprises publiques.

Rapport du conseil d'Administration des Houillères du Nord et du Pas-de-Calais, Année 1957.

Rapport du Commissariat général du plan.

Rapports de la commission des investissements.

Rapports du conseil de direction du Fonds de développement économique et social

Rapport sur les comptes de la Nation. Tome I : 1949-1955. Tome II : Méthodes. Paris 1955. Imprimerie nationale.

Rapports sur les comptes de la Nation de l'année 1956, 1957 et 1958.



# TABLE DES MATIERES

---

|                            |   |
|----------------------------|---|
| AVANT-PROPOS. . .          |   |
| INTRODUCTION . . . . .     | 1 |
| SOMMAIRE DU PLAN . . . . . | 7 |

## PREMIÈRE PARTIE

### ESSAI STATISTIQUE SUR L'EVOLUTION DU FINANCEMENT EXTERNE DES ENTREPRISES, EN FRANCE, DE 1890 A 1958

#### TITRE PREMIER

#### *L'évolution de la contribution des intermédiaires financiers.*

#### SOUS-TITRE PREMIER

|                                                                                      |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <i>L'évolution du financement à court terme des entreprises . . . . .</i>            | 13 |
| CHAPITRE PREMIER : <i>La délimitation d'un flux représentatif . . . . .</i>          | 14 |
| <i>Section première. — Le premier pôle : les entreprises métropolitaines . . . .</i> | 14 |
| <i>Section II. — Le deuxième pôle : les intermédiaires financiers . . . . .</i>      | 15 |
| CHAPITRE II : <i>Les méthodes d'élaboration des statistiques . . . . .</i>           | 16 |
| <i>Section première. — La période 1890-1938 . . . . .</i>                            | 16 |
| § 1. — <i>La Banque de France . . . . .</i>                                          | 17 |

|                                                                                                                               |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| § 2. — Les banques de dépôts et les banques d'affaires .....                                                                  | 17 |
| A. Énumération des banques choisies pour les calculs de base ....                                                             | 18 |
| 1° Généralités .....                                                                                                          | 18 |
| 2° Énumération des banques choisies .....                                                                                     | 18 |
| B. L'évolution des emplois à court terme, métropolitains et extra-métropolitains des banques choisies .....                   | 19 |
| C. L'évolution des emplois à court terme, métropolitains et extra-métropolitains de l'ensemble des banques commerciales ..... | 20 |
| D. L'évolution des emplois à court terme, métropolitains, de l'ensemble des banques commerciales .....                        | 22 |
| 1° Les emplois privés métropolitains .....                                                                                    | 22 |
| 2° Les emplois publics métropolitains .....                                                                                   | 23 |
| E. L'évolution des crédits à court terme distribués aux entreprises métropolitaines .....                                     | 25 |
| Section II. — La période 1945-1958 .....                                                                                      | 27 |
| § 1. — Les sources statistiques .....                                                                                         | 28 |
| 1° Crédits consentis par les banques de dépôts .....                                                                          | 28 |
| 2° Crédits consentis par la Banque de France .....                                                                            | 28 |
| § 2. — La valeur des résultats .....                                                                                          | 29 |
| CHAPITRE III. — L'évolution du financement à court terme .....                                                                | 31 |
| Section première. — La présentation de la série statistique finale .....                                                      | 31 |
| Section II. — Appréciation et discussion .....                                                                                | 32 |
| § 1. — L'évolution quantitative .....                                                                                         | 32 |
| § 2. — L'évolution qualitative .....                                                                                          | 36 |
| A. L'évolution structurelle selon leur financement .....                                                                      | 36 |
| B. L'évolution structurelle selon leurs formes .....                                                                          | 38 |
| CONCLUSION .....                                                                                                              | 40 |

## SOUS-TITRE II

|                                                                                                               |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <i>L'évolution du financement à moyen et long terme des entreprises</i> .....                                 | 41 |
| CHAPITRE PREMIER : <i>L'évolution du financement à moyen et long terme des entreprises</i> .....              | 42 |
| Section première. — Les institutions financières .....                                                        | 43 |
| § 1. — L'évolution des prêts non mobilisables .....                                                           | 43 |
| A. Les prêts du Crédit National .....                                                                         | 44 |
| B. Les prêts des Caisses de Crédit Agricole .....                                                             | 47 |
| C. Les prêts de la Caisse des Dépôts et Consignations .....                                                   | 50 |
| § 2. — L'évolution des prêts mobilisables .....                                                               | 53 |
| Section II. — Les banques privées spécialisées dans la distribution des crédits à moyen terme .....           | 54 |
| § 1. — La méthode d'élaboration des statistiques .....                                                        | 55 |
| § 2. — Appréciation .....                                                                                     | 56 |
| CHAPITRE II : <i>L'évolution du financement à moyen terme des entreprises sur ressources monétaires</i> ..... | 58 |
| Section première. — Les sources statistiques .....                                                            | 59 |
| Section II. — Appréciation .....                                                                              | 60 |
| CONCLUSION DU SOUS-TITRE II .....                                                                             | 60 |

## TITRE II

*L'évolution de la contribution des agents économiques :  
le marché financier.*

|                                                                                                                                                                                                        |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| CHAPITRE PREMIER : <i>La délimitation du financement des entreprises sur ressources du marché financier</i> .....                                                                                      | 64 |
| <i>Section première.</i> — L'imprécision des statistiques du marché financier ..                                                                                                                       | 64 |
| § 1. — L'hétérogénéité de la statistique du Crédit Lyonnais .....                                                                                                                                      | 65 |
| A. Les émissions d'actions .....                                                                                                                                                                       | 65 |
| B. Les émissions d'obligations .....                                                                                                                                                                   | 66 |
| § 2. — L'imprécision des autres statistiques .....                                                                                                                                                     | 67 |
| A. Le Moniteur des Intérêts Matériels de Bruxelles .....                                                                                                                                               | 67 |
| B. L'Association nationale des porteurs français de valeurs mobilières .....                                                                                                                           | 67 |
| C. La statistique générale de la France .....                                                                                                                                                          | 67 |
| <i>Section II.</i> — L'inadaptation des statistiques du marché financier .....                                                                                                                         | 68 |
| § 1. — Les émissions d'actions .....                                                                                                                                                                   | 68 |
| § 2. — Les émissions d'obligations .....                                                                                                                                                               | 70 |
| CHAPITRE II : <i>Les méthodes d'élaboration des statistiques</i> .....                                                                                                                                 | 71 |
| <i>Section première.</i> — Les souscriptions nettes globales de valeurs mobilières ..                                                                                                                  | 71 |
| § 1. — La période 1890-1913 .....                                                                                                                                                                      | 71 |
| § 2. — La période 1913-1938 .....                                                                                                                                                                      | 74 |
| § 3. — La période 1945-1958 .....                                                                                                                                                                      | 74 |
| <i>Section II.</i> — Les souscriptions nettes de valeurs mobilières des sociétés métropolitaines .....                                                                                                 | 74 |
| § 1. — La période 1890-1913 .....                                                                                                                                                                      | 75 |
| A. La ventilation du portefeuille de valeurs mobilières détenu par les Français : les valeurs françaises et les valeurs étrangères ....                                                                | 75 |
| B. La ventilation des souscriptions nettes de valeurs mobilières françaises : les émissions des « entreprises » et celles des administrations .....                                                    | 76 |
| C. La ventilation des souscriptions nettes de valeurs mobilières émises par les sociétés françaises : les émissions des entreprises métropolitaines et celles des entreprises extra-métropolitaines .. | 76 |
| D. Les émissions nettes des sociétés métropolitaines en 1890, 1900 et 1913 .....                                                                                                                       | 77 |
| 1° L'année 1890 .....                                                                                                                                                                                  | 77 |
| 2° L'année 1900 .....                                                                                                                                                                                  | 78 |
| 3° L'année 1913 .....                                                                                                                                                                                  | 78 |
| § 2. — La période de l'entre-deux-guerres .....                                                                                                                                                        | 79 |
| A. L'année 1929 .....                                                                                                                                                                                  | 79 |
| B. L'année 1938 .....                                                                                                                                                                                  | 80 |
| § 3. — La période 1945-1958 .....                                                                                                                                                                      | 81 |
| CONCLUSION .....                                                                                                                                                                                       | 82 |
| CHAPITRE III : <i>L'évolution du financement des entreprises sur ressources du marché financier</i> .....                                                                                              | 83 |
| <i>Section première.</i> — La présentation de la série statistique finale .....                                                                                                                        | 83 |
| TENEUL .....                                                                                                                                                                                           | 16 |

|                                                                                                                                                                         |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <i>Section II. — Appréciation et discussion .....</i>                                                                                                                   | 85 |
| § 1. — Généralités .....                                                                                                                                                | 85 |
| § 2. — La progression ancienne des ressources collectées par les sociétés métropolitaines, sur le marché financier, ne pouvait se poursuivre après 1929 .....           | 86 |
| A. Le développement du marché financier de 1890 à 1929 .....                                                                                                            | 86 |
| B. La progression du financement des sociétés métropolitaines sur ressources du marché financier ne pouvait, semble-t-il, se poursuivre au même rythme après 1929 ..... | 88 |
| § 3. — Une honnête progression n'aurait sans doute pas résolu les problèmes des sociétés métropolitaines après 1945 .....                                               | 90 |
| A. La progression ancienne aurait-elle résolu les difficultés financières des entreprises après la seconde guerre mondiale ? .....                                      | 90 |
| B. Une « progression honnête » des apports du marché financier aurait-elle résolu les difficultés financières des entreprises ? ....                                    | 91 |
| CONCLUSION .....                                                                                                                                                        | 92 |

## DEUXIÈME PARTIE

### ESSAI STATISTIQUE SUR L'EVOLUTION DU FINANCEMENT INTERNE DES ENTREPRISES, EN FRANCE, DE 1890 A 1958

|                                                                                                                   |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| CHAPITRE PREMIER : <i>La délimitation du financement interne des entreprises ..</i>                               | 96  |
| <i>Section première — Le rapport de la commission des investissements .....</i>                                   | 96  |
| <i>Section II. — Le rapport du commissariat général du plan .....</i>                                             | 97  |
| <i>Section III. — Le rapport sur les comptes de la Nation .....</i>                                               | 98  |
| <i>Section IV. — L'annuaire de l'I.N.S.E.E. ....</i>                                                              | 98  |
| CHAPITRE II : <i>Les méthodes d'élaboration des statistiques sur le financement interne des entreprises .....</i> | 99  |
| <i>Section première. — La période 1890-1913 .....</i>                                                             | 99  |
| § 1. — L'évaluation de l'épargne nationale (moyenne 1900-1913) .....                                              | 100 |
| § 2. — Les emplois de l'épargne nationale (moyenne 1900-1913) .....                                               | 101 |
| A. Les souscriptions nettes de valeurs mobilières .....                                                           | 102 |
| B. L'épargne liquide .....                                                                                        | 103 |
| C. Les constructions nettes .....                                                                                 | 103 |
| D. L'accroissement des stocks et les achats de biens d'équipement .....                                           | 104 |
| § 3. — Le financement interne des entreprises (moyenne 1900-1913) ..                                              | 105 |
| A. L'autofinancement des entreprises .....                                                                        | 105 |
| B. Les éléments de recoupement .....                                                                              | 106 |
| C. La ventilation de l'autofinancement global entre les sociétés et les entreprises individuelles .....           | 107 |
| § 4. — Le financement interne des entreprises en 1890, 1900 et 1913....                                           | 110 |
| A. Les profits non distribués des sociétés métropolitaines .....                                                  | 110 |
| 1° L'opinion des auteurs anciens sur le taux de rétention des profits par les sociétés .....                      | 110 |
| a) L'appréciation de J. Lescure .....                                                                             | 110 |

|                                                                                                                                                                        |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| b) Les œuvres de R. Pupin .....                                                                                                                                        | 111 |
| c) L'opinion de Colson .....                                                                                                                                           | 111 |
| 2° Notre estimation du taux de rétention .....                                                                                                                         | 111 |
| 3° Les profits non distribués en 1890, 1900 et 1913 .....                                                                                                              | 113 |
| 4° Les éléments de comparaison et de recoupement .....                                                                                                                 | 113 |
| a) Les années 1900 et 1913 .....                                                                                                                                       | 113 |
| b) L'année 1890 .....                                                                                                                                                  | 114 |
| B. L'autofinancement des entreprises individuelles .....                                                                                                               | 117 |
| 1° L'année 1890 .....                                                                                                                                                  | 117 |
| 2° Les années 1900 et 1913 .....                                                                                                                                       | 118 |
| <i>Section II. — La période de l'entre-deux-guerres</i> .....                                                                                                          | 118 |
| § 1. — Le financement interne des entreprises en 1938 .....                                                                                                            | 119 |
| A. Les comptes économiques de l'année 1938 .....                                                                                                                       | 119 |
| B. Les évaluations antérieures .....                                                                                                                                   | 120 |
| C. Les ressources propres des entreprises .....                                                                                                                        | 121 |
| § 2. — Le financement interne des entreprises en 1929 .....                                                                                                            | 121 |
| A. L'appréciation des recherches antérieures .....                                                                                                                     | 121 |
| B. Le choix d'une méthode .....                                                                                                                                        | 122 |
| <i>Section III. — La période 1949-1957</i> .....                                                                                                                       | 123 |
| § 1. — Les profits non distribués des sociétés .....                                                                                                                   | 124 |
| A. La portée des concepts de l'I.N.S.E.E. et de la Comptabilité Nationale .....                                                                                        | 124 |
| B. Les sources statistiques .....                                                                                                                                      | 125 |
| § 2. — Les profits réinvestis par les entrepreneurs individuels .....                                                                                                  | 127 |
| <i>CHAPITRE III : L'évolution des modes de financement</i> .....                                                                                                       | 129 |
| <i>Section première. — La présentation de la série statistique finale</i> .....                                                                                        | 129 |
| <i>Section II. — Discussion et appréciation de l'évolution du financement interne des entreprises</i> .....                                                            | 131 |
| § 1. — L'évolution des profits non distribués des sociétés .....                                                                                                       | 131 |
| A. Le déclin relatif des profits non distribués .....                                                                                                                  | 132 |
| B. La thèse de la progression considérable des profits non distribués .....                                                                                            | 132 |
| 1° L'analyse ex-ante .....                                                                                                                                             | 133 |
| a) Les statistiques ne répondent pas à l'objet de la démonstration .....                                                                                               | 133 |
| b) La généralisation sur le comportement futur des entreprises ne constitue pas une anticipation clairvoyante de l'évolution du financement du secteur productif ..... | 136 |
| 2° L'analyse ex-post .....                                                                                                                                             | 136 |
| a) La thèse .....                                                                                                                                                      | 136 |
| b) La critique .....                                                                                                                                                   | 137 |
| § 2. — L'évolution du taux de rétention .....                                                                                                                          | 138 |
| <i>Section III. — Essai sur quelques facteurs de l'évolution du financement interne des entreprises</i> .....                                                          | 140 |
| § 1. — La période 1938-1949 .....                                                                                                                                      | 141 |
| § 2. — La période 1949-1956 .....                                                                                                                                      | 141 |
| <i>CONCLUSION</i> .....                                                                                                                                                | 143 |

## TROISIÈME PARTIE

ESSAI STATISTIQUE SUR L'ÉVOLUTION DU FINANCEMENT  
GLOBAL DES ENTREPRISES, EN FRANCE, DE 1890 A 1958

|                                                                                                                                   |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| CHAPITRE PREMIER : <i>La présentation des statistiques globales</i> .....                                                         | 148 |
| <i>Section première. — L'imprécision des statistiques</i> .....                                                                   | 148 |
| § 1. — Les évaluations .....                                                                                                      | 149 |
| § 2. — Les recensements .....                                                                                                     | 149 |
| <i>Section II. — L'inadaptation des statistiques</i> .....                                                                        | 149 |
| § 1. — Les conceptions mises en œuvre .....                                                                                       | 149 |
| A. Les variations de l'encours exprimé en francs courants .....                                                                   | 149 |
| B. Les variations de l'encours exprimé en francs constants .....                                                                  | 150 |
| C. La notion de crédits ou de prêts nouveaux .....                                                                                | 150 |
| D. La progression du financement sur ressources monétaires .....                                                                  | 151 |
| § 2. — Les doubles emplois .....                                                                                                  | 151 |
| CHAPITRE II : <i>L'évolution des modes de financement concerne essentiellement les entreprises du secteur public</i> .....        | 155 |
| <i>Section première. — Généralités</i> .....                                                                                      | 156 |
| § 1. — Les comptes de la Nation et le tableau des relations financières .....                                                     | 156 |
| A. Les comptes de la Nation .....                                                                                                 | 156 |
| B. Le tableau des relations financières .....                                                                                     | 157 |
| § 2. — Les dommages de guerre et les subventions d'équipement aux entreprises .....                                               | 157 |
| A. Les dommages de guerre .....                                                                                                   | 157 |
| B. Les subventions d'équipement .....                                                                                             | 158 |
| <i>Section II. — L'évolution des modes de financement concerne essentiellement les entreprises du secteur public</i> .....        | 159 |
| § 1. — L'évolution des modes de financement externe concerne essentiellement les entreprises du secteur public .....              | 159 |
| A. La progression considérable des modes nouveaux de financement externe bénéficie surtout aux entreprises du secteur public .... | 159 |
| 1° Les prêts directs et indirects du F.D.E.S. ....                                                                                | 159 |
| 2° Les avances du Trésor .....                                                                                                    | 160 |
| 3° Les subventions d'équilibre .....                                                                                              | 161 |
| 4° Les prêts des institutions financières sur ressources propres                                                                  | 161 |
| 5° Les crédits à moyen terme des banques et des institutions financières .....                                                    | 162 |
| B. La régression du mode ancien de financement externe affecte surtout les entreprises du secteur public .....                    | 163 |
| 1° La situation passée .....                                                                                                      | 163 |
| 2° La situation présente .....                                                                                                    | 164 |
| § 2. — L'évolution du mode de financement interne concerne essentiellement les entreprises du secteur public .....                | 164 |
| A. Les entreprises du secteur public .....                                                                                        | 164 |
| 1° La situation présente .....                                                                                                    | 164 |
| a) Les services publics industriels et commerciaux .....                                                                          | 164 |
| b) Les entreprises publiques .....                                                                                                | 165 |

|                                           |     |
|-------------------------------------------|-----|
| 2° La situation passée .....              | 166 |
| B. Les entreprises du secteur privé ..... | 166 |
| 1° La situation présente .....            | 166 |
| 2° La situation passée .....              | 167 |

CHAPITRE III : *L'évolution des modes de financement exerce une influence défavorable sur le volume des investissements productifs* ..... 168

*Section première.* — Son incidence sur la situation des entreprises publiques : la méconnaissance du principe de la rareté des capitaux ..... 169

|                                                                                    |     |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| § 1. — Le coût en capital de la gestion financière des entreprises publiques ..... | 169 |
| A. Le coût en capital est élevé .....                                              | 169 |
| B. Les avantages sont faibles .....                                                | 170 |
| § 2. — Conséquences .....                                                          | 171 |
| A. Sur les investissements productifs .....                                        | 171 |
| B. Sur le marché des capitaux .....                                                | 171 |

*Section II.* — Son incidence sur la situation des entreprises privées : la méconnaissance des exigences de leur gestion financière ..... 172

|                                                                                               |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| § 1. — La méconnaissance des exigences de la gestion financière des entreprises privées ..... | 172 |
| A. Leur gestion financière doit être équilibrée .....                                         | 172 |
| 1° Le volume des fonds propres détermine celui des capitaux d'emprunt .....                   | 172 |
| 2° La rentabilité ultime de l'entreprise détermine le volume de ses fonds propres .....       | 173 |
| B. La méconnaissance des exigences de la gestion financière des entreprises privées .....     | 173 |
| § 2. — Les conséquences .....                                                                 | 174 |
| A. Sur les investissements productifs .....                                                   | 175 |
| B. Sur les mécanismes classiques de financement .....                                         | 175 |

CONCLUSIONS ..... 179

Note I : Essai sur l'évolution de la contribution des sociétés à la formation de l'épargne nationale ..... 182

Note II : Essai sur l'évolution des investissements nets des entreprises ..... 191

ANNEXES ..... 195

PLAN DES ANNEXES ..... 218

LISTE DES TABLEAUX ..... 219

BIBLIOGRAPHIE ..... 221

TABLE DES MATIÈRES ..... 225



LIBRAIRIE GÉNÉRALE  
DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

Paris — 724

Dépôt légal: 4<sup>e</sup> Trimestre 1960

Printed in France

IMPRIMERIE R. CAVILLON  
25, Allée Emile-Cossonneau  
Clichy-sous-Bois (S.-&-O.)  
Typographie R. VANÇON  
N° 166 9-10-1960





